

**UNIVERSIDAD CENTRAL DEL ECUADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
ESCUELA DE ECONOMIA**

**TESIS PREVIO LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
ECONOMISTA**

**TEMA: EVALUACIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN
DE FLUJOS FUTUROS COMO UNA ALTERNATIVA DE
FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL**

**TITLE: EVALUATION FOR A FUTURE FLOW
SECURITIZATION PROCESS AS AN ALTERNATIVE
FINANCING BUSINESS**

AUTORA: MARÍA BELÉN LÓPEZ CHACÓN

DIRECTOR DE TESIS: ECON. FERNANDO MOSQUERA

2012

AGRADECIMIENTO

Agradezco a mi Padre Celestial por proveerme la sabiduría, el tiempo y las oportunidades de concluir con éxito mi carrera y al mismo tiempo comprender que todo lo que emprendo es importante para El.

A mi Esposo por sus palabras de aliento. El me retó a que todo lo que se empieza hay que concluirlo.

A mis hijos quienes son el motor que me lleva a buscar mi superación diaria.

Al Economista Fernando Mosquera, quien no tuvo reparos en compartir todo su conocimiento y experiencia.

A todos mis amigos y compañeros que me ayudaron en el desarrollo de la presente investigación.

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a mi querida MADRE. Ha sido su amor incondicional, su ejemplo de perseverancia y sobre todo su valor para superar los desafíos que se impuso vencer con el noble propósito de entregarme la mejor herencia que un hijo puede anhelar – la educación.

AUTORIZACION DE LA AUTORIA INTELECTUAL

Yo, María Belén López Chacón en calidad de autor de la tesis realizada sobre la **“EVALUACIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL”** por la presente autorizo a la UNIVERSIDAD CENTRAL DEL ECUADOR, hacer uso de todos los contenidos que me pertenecen o de parte de los que contienen esta obra, con fines estrictamente académicos o de investigación.

Los derechos que como autor me corresponden, con excepción de la presente autorización, seguirán vigentes a mi favor, de conformidad con lo establecido en los artículos 5, 6, 8, 19 y demás pertinentes de la Ley de Propiedad Intelectual y su Reglamento.

Quito, a 25 de Abril del 2012

María Belén López Chacón
C.I. 1707880025

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	1
1. PLAN DE TESIS.....	3
1.1 ANTECEDENTES.....	3
1.2 JUSTIFICACION E IMPORTANCIA	4
1.2.1 Justificación	4
1.2.2 Importancia	5
1.3 PRESENTACION DEL PROBLEMA	7
1.4 DELIMITACIONES:	9
1.5 OBJETIVOS.....	9
1.5.1 General.....	9
1.5.2 Específicos.....	9
1.6 HIPOTESIS	9
1.6.1 Generales.....	9
1.6.2 Específicos.....	9
1.7 METODOLOGIA	10
1.8 PROCEDIMIENTOS	10
1.9 VARIABLES E INDICADORES	10
1.10 MARCO TEORICO	15
1.11 RECURSOS.....	20
1.12 CRONOGRAMA DE ACTIVIDADES	20
2. DESCRIPCION DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL	23
2.1 Situación Económica.....	23
2.1.1 Información económica, actividad, productos, participación en el mercado	23
2.1.2 Análisis de la Información financiera de los agentes económicos, estados financieros y principales índices.	33
2.2 Características del Proceso de Titularización.....	35
2.2.1 Estructura del Proceso de Titularización	35
2.2.2 Activo titularizado.....	40
2.2.3 Principales instrucciones fiduciarias	47
2.2.4 Mecanismos de garantía	49
2.3 Características Generales de las Emisiones de Títulos Valores	53
2.3.1 Características de los Valores	53
2.3.1.1 Definición	53
2.3.1.2 Tipos de Valores Negociables	54
2.3.2 Monto titularizado	56
2.3.3 Plazo, tasa de interés, periodicidad de pagos	57
2.3.4 Plazo de la oferta pública	58
3. DESCRIPCION DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE INDUSTRIAS ALES.....	59
3.1 Situación Económica de Industrias Ales	59
3.1.1 Información de Industrias Ales, Actividad económica, Productos, Participación en el	

mercado	59
3.1.2 Información Financiera de Industrias Ales	63
3.1.3 Análisis de los principales índices financieros de Industrias Ales	68
3.2 Esquema utilizado en el Proceso de Titularización de Flujos de Industrias Ales 72	
3.2.1 Compareciente	72
3.2.2 Características Generales de la Emisión de Valores	74
3.2.2.1 Monto titularizado	74
3.2.2.2 Plazo, tasa de interés, periodicidad de pagos	76
4. IDENTIFICACION DE VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS	82
4.1 Ventajas del proceso de Titularización	82
4.1.1 Ventajas para el Originador	82
4.1.2 Ventajas para el Inversionista	84
4.2 Desventajas del proceso de titularización	87
4.2.1 Desventajas para el Originador:	87
4.2.2 Desventajas para el Inversionista	89
4.3 Ventajas y desventajas de otras fuentes de financiamiento	89
5. EVALUACION DEL PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS	92
5.1 Comparación de metas previstas versus metas alcanzadas	92
5.2 Limitaciones del proceso de Titularización	95
5.3 Análisis de la rentabilidad del proceso de titularización	101
5.4 Evaluación del impacto del proceso de Titularización desde el punto de vista del beneficiario	104
5.5 Identificación de problemas en los procesos de Titularización	109
5.6 Normativa Internacional de las Titularizaciones	113
6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	119
6.1 Conclusiones	119
6.2 Recomendaciones	121
BIBLIOGRAFIA	123
ANEXOS	125

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo analiza el proceso de Titularización de Flujos Futuros como una herramienta de desintermediación financiera la cual permite transformar activos de lenta rotación en activos líquidos, de ésta manera una empresa se financia a través de su propio activo sin incrementar sus pasivos.

Las Titularizaciones cuentan con garantías suficientes que garantizan el pago a los inversionistas aislando el riesgo del Originador, ya que la fuente de pago se encuentra en un patrimonio autónomo.

El trabajo ha sido esquematizado en cuatro partes: en primer lugar el análisis de las características del Proceso de Titularización, en segundo lugar el análisis de la titularización de Flujos de Industrias Ales, en tercer lugar la identificación de ventajas y desventajas de la titularización, y en último lugar la evaluación del proceso de titularización.

EXECUTIVE SUMMARY

This research analyzes the process of future flows as a tool of financial disintermediation which can transform slow-moving assets into liquid assets. In this way a company is financed through its own assets without increasing liabilities.

The Securitizations have sufficient safeguards to guarantee the payment to investors. In this way the risk is isolated from the Originator, due to the source of payment is in the autonomous heritage.

This investigation has been outlined in four parts: first: analysis of the characteristics of the securitization process; second: the analysis of the Securitization of Future Flow "Industrias Ales"; Third: Identify advantages and disadvantages of securitization, and finally the evaluation of the process of securitization.

TEMA: EVALUACIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS COMO UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

PALABRAS CLAVES: ORIGINADOR / BENEFICIARIO/
FIDEICOMISO / ACTIVOS TITULARIZADOS / PATRIMONIO
AUTONOMO

AUTOR TESIS: María Belén López Chacón

EMAIL: belenlopez8@hotmail.com

CAPITULO I

1. PLAN DE TESIS

1.1 ANTECEDENTES

El Ecuador ha mantenido su estabilidad económica a partir de la dolarización del año 2000. La dolarización ha permitido generar ahorro y financiamiento a largo plazo, situación que generó una recuperación de la economía. Al 31 de Diciembre de 2009 la inflación fue del 4,31% y un PIB del 0,98% (de acuerdo a la previsión realizada por el Banco Central del Ecuador).

A finales del año 2008 e inicios del año 2009, el Ecuador sintió los efectos de la crisis financiera internacional y la incertidumbre sobre las políticas económicas que adoptaría el Presidente de la República electo, repercutiendo directamente en los niveles de inversión, observándose disminución de las remesas recibidas del exterior, variable que ha sido una de las más afectadas, registrándose una reducción del 9,4% respecto al 2007 y de un 14,32% frente al año 2008, restricción en la concesión de créditos por parte de las Instituciones Financieras, debido a la pérdida de liquidez por el retiro de los agentes económicos, desempleo el cual se venía comportando de manera constante pero su tendencia a finales del 2008 fue el incremento, del 7.3% a finales del 2008 a 9,1% al 2009 y un subempleo del 51,7% en el 2009.

El 10 de Enero de 2009, el Gobierno ecuatoriano anunció la aplicación de medidas restrictivas directas a las importaciones como una medida para enfrentar la crisis financiera mundial. La balanza de pagos de Ecuador tenía un desequilibrio de USD 2.100 millones, pero con las medidas se esperó reducir el desequilibrio en un 60% o 70%.

Las restricciones a las importaciones afectaron significativamente la economía de varios sectores, por lo que el gobierno fue eliminando los cupos y luego en forma paulatina se están eliminando las sobretasas arancelarias. Durante el primer semestre del 2009, las materias primas tuvieron precios bajos pero su incremento a partir de julio de ese año generó una disminución de las ganancias de los productos industrializados.

Por otro lado los créditos otorgados por las Instituciones financieras han tenido un crecimiento sostenido desde el año 2005 hasta el año 2008, sin embargo, durante el año 2009 y debido a la baja en los depósitos en la banca privada, las instituciones financieras restringieron los créditos y endurecieron las políticas de concesión del crédito con el fin de preservar la liquidez y asumir menores riesgos

Por lo expuesto, varias empresas públicas o privadas han tenido que incursionar en el mercado bursátil y han optado por la Titularización de sus Flujos Futuros como un mecanismo para obtener recursos a menor costo financiero y mejorando su estructura financiera sin recurrir a las tradicionales fuentes de financiamiento.

1.2 JUSTIFICACION E IMPORTANCIA

1.2.1 Justificación

La titularización es un tema relativamente nuevo en el país toda vez que la primera titularización se realizó en el año 2002 mediante la cual se titularizó los flujos futuros de la tarjeta de crédito Mastercard por un valor de USD 8 millones. Hasta el mes de Diciembre del 2009 el número de titularizaciones realizadas han sido aproximadamente 89.

La Titularización constituye un mecanismo de financiamiento alternativo que no implica endeudamiento por parte del Originador y que al transferir los activos titularizados a un patrimonio autónomo disminuye el riesgo, de tal manera que el flujo que genere el activo será el que responderá por el pago a los inversionistas.

En el Ecuador falta que el Mercado de Valores se desarrolle a fin de que siga generándose liquidez en el mercado. A pesar de la crisis financiera internacional, en el año 2009 se duplicó el número y monto de las titularizaciones, por lo que la Bolsa de Valores de Quito ha emprendido una capacitación continua sobre la cultura bursátil.

Actualmente en nuestro país existe una importante demanda de papeles en el mercado primario, pero los inversionistas mantienen dichos papeles hasta su vencimiento tal es el ejemplo del IESS puesto que tiene mucha liquidez, pero existen empresas que necesitan financiamiento, por lo que es importante utilizar los mecanismos bursátiles, dinamizar el Mercado de Valores para incrementar la inversión y orientarla al sector productivo.

1.2.2 Importancia

Bajo el esquema de dolarización imperante en nuestro país y en vista de que en el país se observa una baja inversión productiva privada es conveniente promover las inversiones extranjeras u otras alternativas de financiamiento.

La Titularización de Flujos Futuros es una herramienta de desintermediación financiera, la cual permite transformar activos de lenta rotación en activos líquidos, de ésta manera mejora la estructura financiera de una empresa privada o pública, puesto que se financia a través del activo sin incrementar sus pasivos.

Otras fuentes alternativas de financiamiento y que son imprescindibles mencionar son: Emisión de Obligaciones y Emisión de Papel Comercial.

Las principales diferencias entre una Titularización y una Emisión son que el proceso de Titularización de activos separa o entrega la propiedad de los flujos existentes o de los derechos de generar flujos futuros a un tercero, distinto del Originador; esté tercero es un fiduciario que recibe dicha propiedad como aporte a un patrimonio autónomo que servirá de respaldo para la emisión de los títulos valores; mientras que la Emisión de Obligaciones no separa la propiedad de los activos generadores del flujo que van a respaldar la emisión de obligaciones, es decir, los activos quedan en propiedad del Originador.

La Titularización de activos incluye mecanismos de garantía eficientes y separados del Originador es decir son ejecutables únicamente por el Fiduciario y no por el Originador, por lo tanto al existir el mínimo indicio de no pago, el fiduciario está en la obligación de ejecutar los mecanismos de garantía con el fin de cumplir con las obligaciones adquiridas con el inversionista; mientras que las Emisiones de Obligaciones tienen mecanismos de garantía dependientes del Originador, es decir, son de más difícil ejecución ya que el proceso legal para ejecutar dichas garantías es largo y muy costoso para los Inversionistas.

La Titularización de Flujos Futuros podría significar una herramienta para cumplir con los siguientes objetivos:

- Desarrollar el Mercado de Capitales

- Transformar activos ilíquidos en activos líquidos

- Brindar una nueva alternativa de financiamiento

- Mayor independencia financiera

- Menor costo para el Originador para fondearse

- Permite al Mercado de Valores ofrecer una diversidad de títulos en

términos de estructura, rendimiento y maduración de los valores.

Se genera una nueva área de negocios para las Casas de Valores, Calificadoras de Riesgos y Administradoras de Fondos y Fideicomiso.

Para que la Titularización de Flujos Futuros sea viable es imprescindible contar con un análisis previo de la capacidad de generar flujos por parte del Originador, productos que comercializa, condiciones de venta otorgada por el Originador, competencia, estadística de morosidad de la cartera, análisis de riesgo las cuales estarán incluidas en el Informe de Estructuración Financiera.

Por todo lo mencionado anteriormente, mi estudio aportará con nuevas ideas, para utilizar a la Titularización de Flujos Futuros como un aliado para fomentar la inversión en nuestro país y mejorar la estructura financiera empresarial sin recurrir a las tradicionales fuentes de financiamiento.

Factibilidad y Originalidad

El enfoque de mi investigación es original, puesto que realizaré un estudio que permitirá difundir la Titularización de Flujos Futuros y utilizarla como herramienta de crecimiento en una época que es necesario conseguir la dinamización de la economía.

Es factible realizar la investigación, puesto que cuento con la experiencia en el campo laboral y por ende la bibliografía suficiente y actual.

1.3 PRESENTACION DEL PROBLEMA

El sector productivo tiene que enfrentar dificultades cuando tratan de obtener un financiamiento en las instituciones financieras por las restricciones de crédito tanto en monto como en plazos, el largo proceso que implica y los excesivos requisitos establecidos en las políticas crediticias.

Con la finalidad de dinamizar la economía, el gobierno ha tratado de estimular la inversión a través de la concesión de créditos a través de la Corporación Financiera Nacional, Banco Ecuatoriano de la Vivienda, Banco Pacífico, etc con condiciones preferenciales como tasas de interés más convenientes y periodo de gracia.

Durante el último período se ha observado que las empresas del sector productivo han optado por financiarse a través de Emisión de Obligaciones, Papel Comercial o Titularizaciones y las Instituciones Financieras optan por titularizaciones de cartera, puesto que en el Mercado de Valores se busca un financiamiento con mayores plazos y menores tasas de interés, como por ejemplo el plazo en las titularizaciones es de cinco años en promedio.

Por lo expuesto, lograr financiamiento mediante operaciones en bolsa se ha convertido en una alternativa muy competitiva y atractiva para las empresas grandes, medianas y pequeñas del sector productivo, adicionalmente se ha empezado con la difusión de la cultura bursátil lo cual permitirá posicionar de mejor manera las operaciones de Mercado de Valores.

Con el propósito de analizar a profundidad el resultado de un proceso de Titularización he escogido a Industrias Ales puesto que ha realizado tres procesos de Emisión de Obligaciones por montos de USD 5, 6 y 6 millones de respectivamente, así como el primer proceso de Emisión de Papel Comercial por un valor de USD 6 millones y dos Titularizaciones de Flujos Futuros el primero de USD 7.5 cuyo vencimiento fue en el mes de Marzo 2010 y otra de 12 millones que fue colocada en su totalidad en Abril del 2010. Adicionalmente se debe considerar que las acciones de Industrias Ales se encuentran cotizadas en bolsa y mantiene una participación bursátil activa.

1.4 DELIMITACIONES:

Temporales.- el trabajo de investigación se lo realizará sobre las Titularizaciones de Flujos Futuros emitidos durante el periodo 2006 al 2009

1.5 OBJETIVOS

1.5.1 General

Demostrar que la Titularización de Flujos Futuros se ha convertido en una alternativa de financiamiento que ha permitido un impacto positivo en la situación financiera de las empresas.

1.5.2 Específicos

1. Describir el proceso de Titularización de Flujos Futuros.
2. Identificar las ventajas y desventajas del proceso de Titularización de flujos futuros.
3. Evaluar el proceso de Titularización realizado por Industrias Ales.

1.6 HIPOTESIS

1.6.1 Generales

La Titularización de Flujos Futuros es una fuente importante de financiamiento empresarial.

1.6.2 Específicos

1. El proceso de Titularización es una alternativa novedosa de fondeo empresarial.
2. Los procesos de Titularización poseen ventajas importantes respecto a las fuentes tradicionales de financiamiento.

3. Los procesos de Titularización mejoran los índices del Originador.

1.7 METODOLOGIA

Entre los métodos teóricos de investigación que se utilizarán en mi estudio estarán los siguientes:

Método Deductivo: es aquel que parte de datos generales aceptados como válidos para llegar a una conclusión de tipo particular.

Método Inductivo: es aquel que parte de los datos particulares para llegar a conclusiones generales

Análisis: el análisis es la descomposición de algo en sus elementos. El método analítico consiste en la separación de las partes de un todo para estudiarlas en forma individual.

Síntesis: la síntesis es la reconstrucción de todo lo descompuesto por el análisis.

1.8 PROCEDIMIENTOS

El Procedimiento a ser utilizado en el desarrollo de mi trabajo de investigación, se basará en la revisión de bibliografía especializada, construcción de tablas estadísticas que aporten a la investigación, demostración de las hipótesis, consecución de los objetivos y detallar un documento de ayuda y consulta docente y empresarial, así como también entrevista con actores claves, análisis de la información presupuestaria, cálculo de indicadores.

1.9 VARIABLES E INDICADORES

INDICES MACROECONÓMICOS

Variables	Indicadores	Forma de calculo	Concepto
Macroeconómicas	Producto Interno Bruto	suma del consumo, la inversión y las exportaciones, a todo lo cual hay que restar las importaciones	Valor del conjunto de los bienes y servicios producidos en un país durante un año, con independencia de la nacionalidad de quienes generan tal magnitud.
	Tasa de desempleo	Dividir a la Población desempleada abierta entre la Población Económicamente Activa y Multiplicar por cien.	Porcentaje de incremento del nivel general de precios, considerado a partir del IPC (índice de precios al consumo).
	Inversión Extranjera		Es la colocación de capitales a largo plazo en algún país extranjero, para la creación de empresas agrícolas, industriales y de servicios, con el propósito de internacionalizarse
	Inversión Nacional		Se entenderá por inversión nacional a la realizada mediante aportes de capital, bienes físicos tangibles y contribuciones intangibles, en los términos establecidos en el artículo 14 de la presente Ley, que realicen personas naturales o jurídicas ecuatorianas.

INDICES MICROECONÓMICOS

Variables	Indicadores	Forma de calculo	Concepto
Microeconómicas	Tasa de Interés Activa	Tasa Activa Referencial es igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito de entre 84 y 91 días, otorgadas por todos los bancos privados, al sector corporativo.	Precio que cobra una persona o institución crediticia por el dinero que presta.
	Tasa de Interés Pasiva	Tasa Pasiva Referencial, igual a la tasa nominal promedio ponderada semanal de todos los depósitos a plazo de los bancos privados, captados a plazos de entre 84 y 91 días.	Precio que una institución crediticia tiene que pagar por el dinero que recibe en calidad de préstamo o depósito.
	Volumen negociado por las Bolsas de Valores	Sumatoria de los valores transados por Bolsa de Quito y Guayaquil	Valores transados por Bolsa de Valores de renta fija y renta variable
	Número de procesos de titularizaciones aprobadas	Sumatoria de procesos de titularización negociadas en la Bolsa de Valores.	Consiste en la cantidad de procesos de titularización aprobadas por la Superintendencia de Compañías

VARIABLES LEGALES

Variables	Indicadores	Forma de calculo	Concepto
Legales	Punto de equilibrio	Corresponde al primer título colocado producto de la titularización	El punto de equilibrio es aquel nivel de operaciones en el que los ingresos son iguales en importe a sus correspondientes en gastos y costos
	Patrimonio autónomo	Corresponde al valor aportado por el Constituyente y establecido en el contrato del Fideicomiso mercantil	Es el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina fideicomiso mercantil.
	Emisión de Papel comercial		Corresponde a la emisión de valores consistentes en obligaciones de corto plazo.
	Emisión de obligaciones		Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

INDICES FINANCIEROS

Variables	Indicadores	Forma de calculo	Concepto
Costos financieros	Porcentaje del Costo de financiamiento del proceso de titularización	Sumatoria de los honorarios que se incluyen para el proceso de titularización sobre el valor de la emisión por cien	Está integrado por los gastos derivados de allegarse fondos de financiamiento por lo cual representa las erogaciones destinadas a cubrir en moneda nacional o extranjera, los intereses, comisiones y gastos que deriven de un título de crédito o contrato respectivo
	Tasa activa referencial	Es igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito de entre 84 y 91 días, otorgadas por todos los bancos privados, al sector corporativo.	La tasa de interés es el precio del dinero en el mercado financiero. Al igual que el precio de cualquier producto, cuando hay más dinero la tasa baja y cuando hay escasez sube.

INDICES DE EVALUACIÓN FINANCIERA

Variables	Indicadores	Forma de calculo	Concepto
Rendimiento	Índice de rentabilidad	Utilidad neta dividido para las ventas	Método para juzgar sobre la bondad de una inversión, y según el cual las empresas deben aceptar los proyectos de inversión solo si la relación entre la suma de los futuros flujos de caja descontados y la inversión inicial es mayor que uno
Liquidez	Índice de liquidez	Activo corriente dividido para el Pasivo corriente	Mide la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo.
	Índice de apalancamiento	Pasivos dividido para activos totales por cien.	Proporción de los activos totales que se ha financiado con préstamos.

1.10 MARCO TEORICO

Marco Jurídico

La primera Ley de Mercado de Valores del Ecuador fue publicada el 28 de Mayo de 1993, expedida con el fin de regular el funcionamiento del Mercado de Valores en el Ecuador. Su principal aporte fue la constitución de las Casas de Valores, Administradoras de Fondos y fideicomisos y el Depósito Centralizado de Valores.

La Ley General de Instituciones del Sistema Financiero publicada el 12 de mayo de 1994, en su artículo 51 literal r señalaba que era operación de Banco actuar como fiduciario mercantil.

En el año 1998 se dictó la Ley de Mercado de Valores en su art. 238 derogó el literal r del art. 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, de tal forma que las instituciones del Sistema Financiero ya no pueden actuar como fiduciarios mercantiles; estando la actividad fiduciaria reservada, exclusivamente, a las Administradoras de Fondos y fideicomisos mercantiles, a la Corporación Financiera Nacional y a las Corporaciones de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH, cuando de fideicomisos mercantiles de titularización se trate.

Durante el año 2000 en el Ecuador se promulgó el Reglamento de Negocios Fiduciarios y en mayo del 2001 se efectuó una reforma a este Reglamento. En el año 2006 el Consejo Nacional de Valores Codificó las Resoluciones expedidas con la finalidad de contar con un cuerpo legal organizado, dentro del cual se incluye un capítulo referente a la Titularización especificando el procedimiento para obtener la autorización de emisión de títulos, documentación a ser presentada a la Superintendencia de Compañías, información que debe contener el Prospecto de Oferta Pública, clases de títulos, mecanismos de garantía, etc; sin embargo, para su aplicación es indispensable desarrollar un Mercado de Valores fuerte. Si bien es cierto, su funcionamiento está regulado por la Ley de Mercado de Valores, falta que se promueva éste instrumento financiero en el país a fin de lograr un crecimiento económico en el Ecuador y contar con otras alternativas para el inversionista.

Adicionalmente es indispensable mencionar que el Código Civil en su art. 767 también incluye una breve descripción del Fideicomiso de la siguiente manera:

“Se llama propiedad fiduciaria la que está sujeta al gravamen de pasar a otra persona, por el hecho de verificarse una condición. La constitución de la propiedad fiduciaria se llama fideicomiso. Este nombre se da también a la cosa constituida en propiedad fiduciaria”

Por lo expuesto, la Ley de Mercado de Valores vigente y la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores serán la base legal en la elaboración de la investigación de la Titularización de Flujos Futuros.

Marco Conceptual

Fideicomiso Mercantil: Contrato mediante el cual una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instruidas en el contrato de constitución, en favor de los beneficiarios.

Encargo Fiduciario.- es el contrato escrito y expreso por el cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciario, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquél, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación, disposición en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

En el Encargo Fiduciario no existe transferencia de bienes de parte del constituyente, únicamente los destina al cumplimiento de finalidades instituidas de manera irrevocable.

Fiduciaria o Administrador Fiduciario: Persona Jurídica legalmente constituida bajo las leyes del Ecuador y con autorización del Consejo Nacional de Valores, la cual tiene como objeto social la administración de negocios fiduciarios.

Bienes fideicomitidos: Los bienes muebles y/o inmuebles o derechos de propiedad de los constituyentes, que se transfieren a favor del fideicomiso mercantil, los cuales se encuentran detallados en el contrato, así como cualquier otro bien o derecho que dicho constituyente transfiera al patrimonio autónomo a futuro.

Derechos fiduciarios: Son los derechos contractuales derivados del contrato de fideicomiso mercantil adquiridos por los constituyentes en tal calidad o como beneficiarios del mismo.

Titularización: Es un proceso mediante el cual se transforman en títulos valores, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja estable y predecible en el tiempo. El objetivo fundamental es que a partir de transformar activos en títulos valores, estos sean susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores.

Originador: Es la persona natural o jurídica privada, pública o mixta, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietaria de uno o más activos o derechos, homogéneos o no, que pueden generar un flujo de caja cuantificado o cuantificable, que los entrega a la fiduciaria para que en representación del patrimonio de propósito exclusivo (fideicomiso

mercantil), y en calidad de propietario reciba los beneficios de ellos y los entregue a los tenedores de los títulos, con lo cual logra que dichos activos se transformen en los títulos que permitirán su circulación. El originador es pues el que encarga la titularización.

Agente de la Titularización y emisor de los títulos: Son las administradoras de Fondos y Fideicomisos y la CTH es decir la persona autorizada para actuar como fiduciario mercantil, quien en representación del fideicomiso mercantil constituido con el propósito exclusivo de llevar adelante un proceso titularizador, recibe la propiedad de los activos materia de la titularización y quien emite los títulos valores con cargo al patrimonio autónomo que administra.

Agente colocador: Es la persona jurídica encargada de colocar los títulos valores resultantes del proceso, los cuales al estar sujetos a las normas de oferta pública, pueden ser colocados en el mercado únicamente por intermediarios de valores legalmente reconocidos.

La Calificadora de Riesgo: Son las instituciones legalmente autorizadas para estudiar y evaluar el proyecto de titularización, con el objetivo de emitir un criterio respecto del grado de riesgo que el título valor resultante tendría beneficios:

De acuerdo a los conceptos detallados anteriormente, el estudio de investigación se basará en los Fideicomisos mercantiles con propósito de titularización de flujos futuros.

1.11 RECURSOS

Humanos

Realizará la Tesis para obtener el Título de Economista la Sra. María Belén López. Adicionalmente van a colaborar el Profesor Director de Tesis y Asesores Externos.

Materiales

Concepto
Suministros de oficina (tinta impresora, cd, hojas, carpetas)
Reproducción
Adquisición materiales bibliográficos
Alimentación

1.12 CRONOGRAMA DE ACTIVIDADES

TIEMPO (quincenas)	1	2	3	4	5	6
ACTIVIDADES						
Recopilación bibliográfica						
Recopilación de inf. Financiera						
Redacción capítulo I						
Redacción capítulo II						
Redacción capítulo III						
Redacción capítulo IV						
Redacción capítulo V, VI						
Revisión por el director de tesis						
Corrección final						
Entrega de tesis						

PLAN ANALITICO

1. PLAN DE TESIS

- 1.1 Antecedentes
- 1.2 Importancia y justificación
- 1.3 Planteamiento del problema
- 1.4 Delimitaciones
 - 1.4.1 temporales
 - 1.4.2 espaciales
- 1.5 Objetivos
 - 1.5.1 General
 - 1.5.2 Específicos
- 1.6 Hipótesis
 - 1.6.1 General
 - 1.6.2 Específicos
- 1.7 Metodología
- 1.8 Variables e indicadores
- 1.9 Plan analítico
- 1.10 Bibliografía

2. DESCRIPCION DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE INDUSTRIAS ALES

- 2.1 Situación Económica de Industrias Ales
 - 2.1.1 Información del Originador, actividad económica, productos, participación en el mercado
 - 2.1.2 Información financiera del originador
 - 2.1.3 Análisis de los principales índices financieros
- 2.2 Características del Fideicomiso
 - 2.2.1 Activo titularizado
 - 2.2.2 Estructura del Negocio Fiduciario
 - 2.2.3 Principales instrucciones fiduciarias
 - 2.2.4 Orden de prelación y pagos
 - 2.2.5 Mecanismos de garantía

2.3 Características Generales de la Emisión de Títulos

- 2.3.1 Monto titularizado
- 2.3.2 Plazo, tasa de interés, periodicidad de pagos
- 2.3.3 Montos mínimos de inversión
- 2.3.4 Plazo de la oferta pública
- 2.3.5 Características de los valores

3. IDENTIFICACION DE LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE INDUSTRIAS ALES

- 3.1. Ventajas del proceso de titularización
 - 3.1.1 ventajas para el originador
 - 3.1.2 ventajas para el inversionista
- 3.2. Desventajas del proceso de titularización
 - 3.2.1 Desventajas para el originador
 - 3.2.2 Desventajas para el inversionista
- 3.3. Ventajas y desventajas de otras fuentes de financiamiento

4. EVALUACION DEL PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE INDUSTRIAS ALES

- 4.2 comparación de metas previstas versus metas alcanzadas
- 4.3 limitaciones del proceso de titularización
- 4.4 análisis de la rentabilidad del proceso de titularización
- 4.5 evaluación del impacto del proceso de titularización desde el punto de vista de beneficiario
- 4.6 Identificación de problemas del proceso de titularización

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

BIBLIOGRAFIA

ANEXOS

CAPITULO II

2. DESCRIPCION DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

2.1 Situación Económica

2.1.1 Información económica, actividad, productos, participación en el mercado

Considerando que analizaremos las Titularizaciones efectuadas por empresas que tienen su domicilio en el Ecuador es imprescindible tener una visión del contexto económico del país, lo cual influye positiva o negativamente las operaciones de las empresas que han incursionado en el Mercado Bursátil.

La Economía Ecuatoriana es relativamente pequeña, puesto que es exportadora de materias primas y altamente sensibles al entorno internacional. Las exportaciones de productos primarios (petróleo crudo, banano, camarón, flores) de los cuales el petróleo tiene la mayor participación, registran un 62% entre el año 2000 y 2009. Las importaciones registraron un porcentaje de 41.8% del PIB durante ese mismo período.

Con respecto al ingreso de divisas por concepto de remesas se puede mencionar que han permitido mejorar el resultado de la cuenta corriente y constituyen una fuente dinamizadora del aparato productivo.

La inversión extranjera mantiene su tendencia a la baja y fluctúa positivamente cuando existe un proyecto de inversión importante.

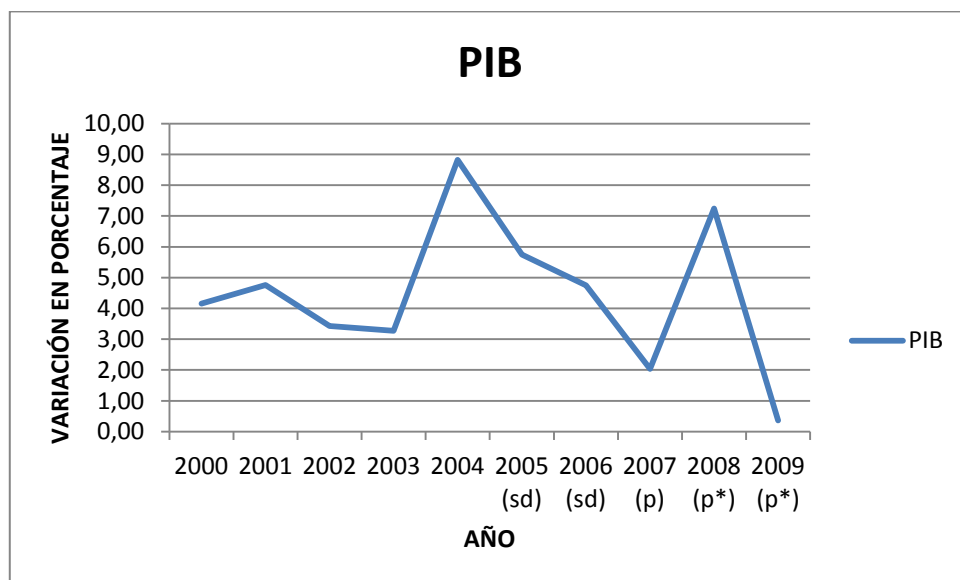
Por otro lado la deuda externa presenta una tendencia descendente desde el año 2000, la deuda pública se redujo en 4.3 puntos porcentuales en el año 2009 debido a la renegociación de los bonos global.

Debido a la implementación de la dolarización, el Ecuador pasó de tener una Reserva Monetaria Internacional a poseer una Reserva Internacional de Libre Disponibilidad cuyo saldo a Diciembre de 2009 es de USD 3.792 millones.

Con referencia al sector monetario y financiero, el financiamiento concedido por el sistema financiero al sector privado sigue su tendencia ascendente y las tasas de interés si bien durante el año 2007 y 2009 presentan una disminución no han sufrido cambios sustanciales.

El desempeño de la Economía ecuatoriana durante el año 2009 fue positivo obteniéndose un crecimiento del PIB del 0,36%; sin embargo, durante el año 2009 se observó un decrecimiento en la actividad empresarial de aproximadamente el 5% según información de la Superintendencia de Compañías y el Servicio de Rentas Internas el sector empresarial aportó el 77% del PIB.

**Gráfico 1: Evolución del PIB
desde el año 2000 al 2009**



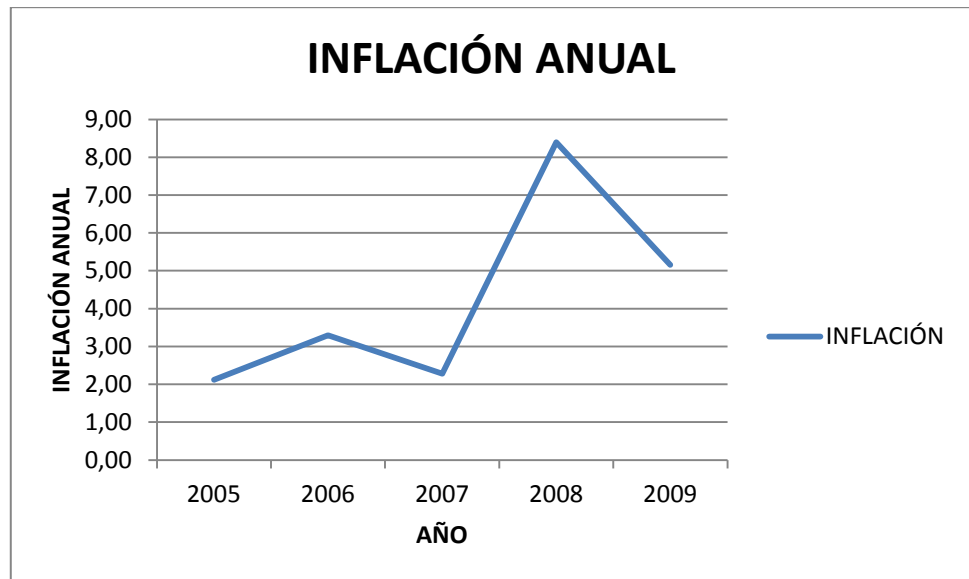
Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: María Belén López

En lo referente a las exportaciones de bienes, el sector industrial es uno de los más afectados por la crisis debido a la variación principal de sus costos por el encarecimiento de sus materias primas. Los sectores agrícolas más afectados son el sector floricultor, cacaotero, pesquero, mientras que el sector de la construcción presenta un crecimiento del 7.5% debido a la inversión efectuada por el gobierno ecuatoriano.

Con respecto a la inflación se observa una tendencia a la baja debido al deterioro de la demanda y aumento del desempleo, índice que se ubicó en 9.1% en septiembre del 2009 y su tendencia es al alza mientras que el desempleo se ubicó en 51.6% a junio del 2009.

**Gráfico 2: Evolución de la Inflación
desde el año 2005 al 2009**



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: María Belén López

El petróleo sigue siendo la actividad que mayores ingresos aporta a la economía ecuatoriana seguida por el comercio y la construcción.

Cuadro 1: Composición de los Sectores Económicos

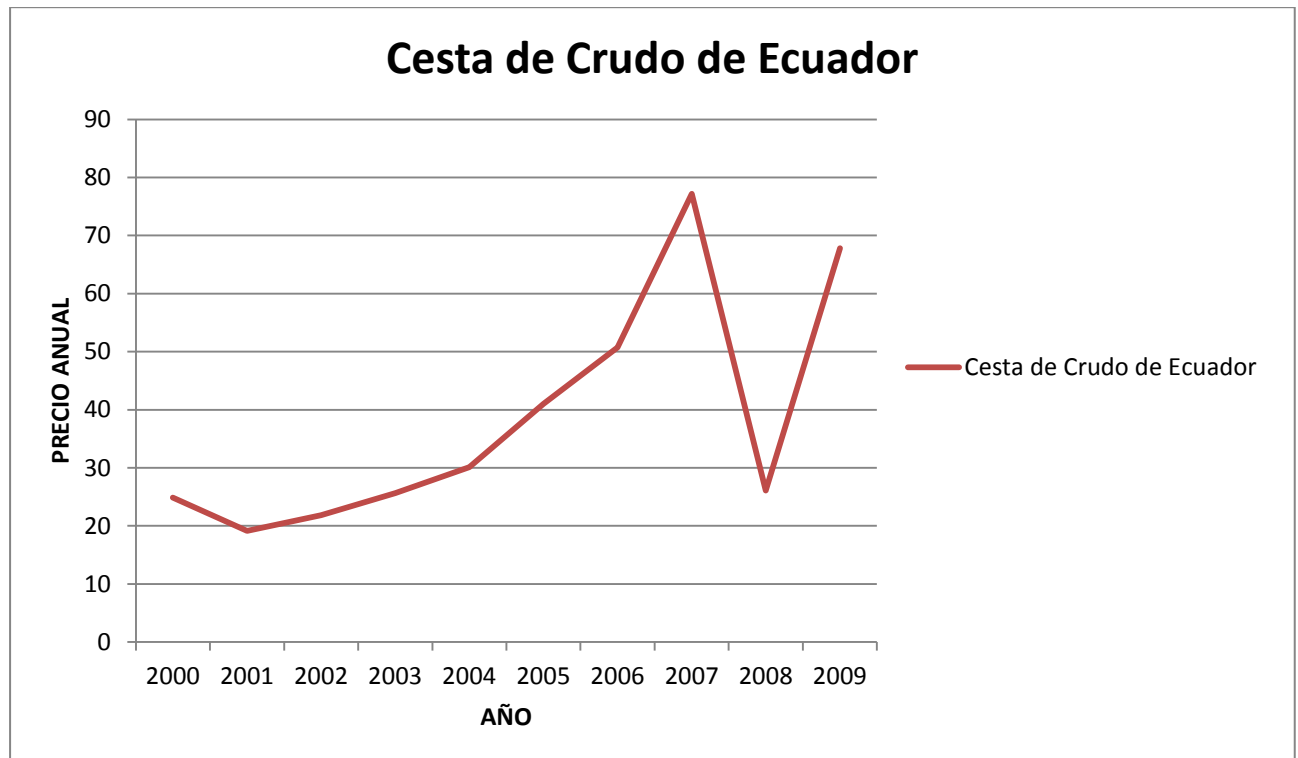
Sector	%
Sector no petrolero	86%
Sector petrolero	14%
TOTAL	100%

Fuente: Revista Ekos Negocios

Elaborado por: María Belén López

El precio promedio del petróleo se ubicó en USD 54,34 para el año 2009, observándose una recuperación del precio a partir del segundo semestre del 2009.

**Gráfico 3: Evolución del precio del petróleo
desde el año 2000 al 2009**



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: María Belén López

Las principales empresas del sector petrolero son: Andes Petroleum, Consorcio Petrolero Bloque 16, Flopec, Petróleos y Servicios, Primax, OCP, Consorcio Petrolero Bloque 18, Overseas Petroleum, ExxonMobil, Petrooriental, Repsol, Primax entre otros.

Las principales empresas del sector no petrolero son: Corporación Favorita, Conecel, Corporación El Rosado, Ómnibus, Pronaca, Banco Pichincha, Corporación Nacional de Telecomunicaciones, Dinadec, Otecel, Corporación Eléctrica del Ecuador, Cervecería Nacional, Holcim, Nestlé, La Fabril.

Un detalle del Producto Interno Bruto por clase de actividad económica es el siguiente:

**Cuadro 2: Producto Interno Bruto por clase de actividad económica
Años 2008 al 2010**

Ramas de actividad \ Años	2008 (p)	2009 (p)	2010 (p)
A. Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	10.3	10.4	10.0
B. Explotación de minas y canteras	14.7	14.3	13.4
C. Industrias manufactureras (excluye refinación de petróleo)	13.9	13.6	14.1
D. Suministro de electricidad y agua	1.0	0.9	0.9
E. Construcción y obras públicas	8.8	9.3	9.6
F. Comercio al por mayor y al por menor	14.9	14.5	14.9
G. Transporte y almacenamiento	7.2	7.4	7.4
H. Servicios de Intermediación financiera	2.2	2.2	2.5
I. Otros servicios	15.8	16.1	16.3
J. Servicios gubernamentales	4.8	5.1	4.9
K. Servicio doméstico	0.1	0.1	0.1
Serv. de intermediación financiera medidos indirectamente	-2.9	-3.0	-3.3
Otros elementos del PIB	9.0	9.0	9.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	100.0	100.0

Fuente: Banco Central del Ecuador

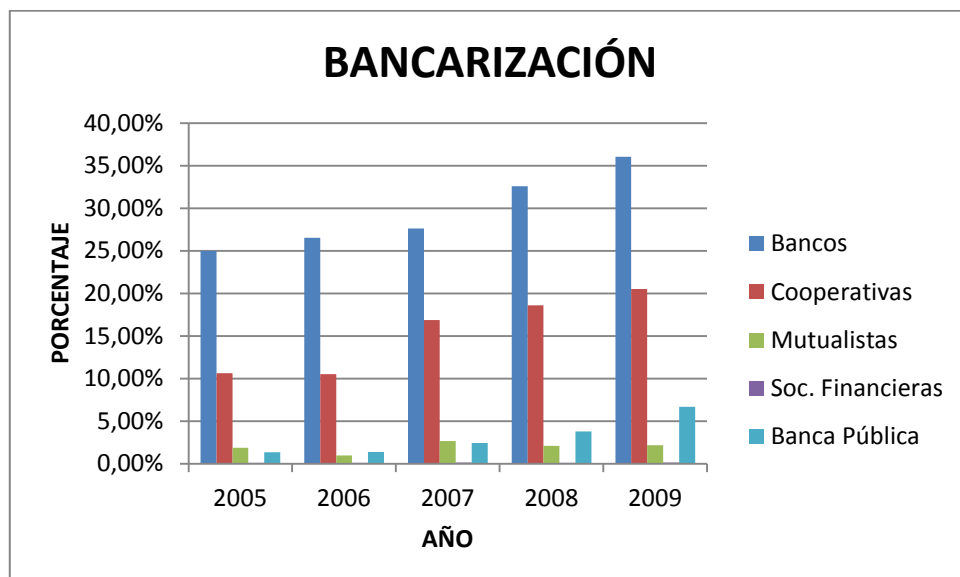
Elaborado: María Belén López

Al analizar el comportamiento de ciertos sectores de la Economía se puede observar que el Valor Agregado Bruto de la Agricultura se incrementó en un 0,70% en relación al año 2008, Pesca creció un 5,39%, Industria Manufacturera un 0,65% en el cuarto trimestre del año 2009, Construcción presentó un incremento de 5,37%; sin embargo, existe sectores que decrecieron tales como la Explotación de Minas un 1,83%, Extracción del petróleo un 1,87% pese al incremento de los precios del petróleo ecuatoriano durante el último trimestre del año 2009, Refinados del petróleo refleja una reducción del 13,77% debido a la caída de la producción de esta actividad, entre otros.

Con respecto al Sector Financiero Ecuatoriano, su comportamiento ha sido positivo observándose un incremento en el número de depositantes. La relación de la cartera frente al PIB es del 27% y de los depósitos frente al PIB es del 33.78%.

El índice de bancarización proviene de la relación del número de depositantes (número de cuentas: corriente, ahorro y depósitos a plazo) respecto de la población total, el cual al 31 de Diciembre del 2009 fue del 65,49%, este porcentaje está compuesto de la siguiente manera: Bancos 36.03%, Cooperativas 20.50%, Mutualistas 2.18%, Sociedades Financieras 0.13% y Banco Pública 6.66%

Gráfico 4: Evolución de la Bancarización
Desde el año 2005 al 2009



Fuente: Superintendencia de Bancos

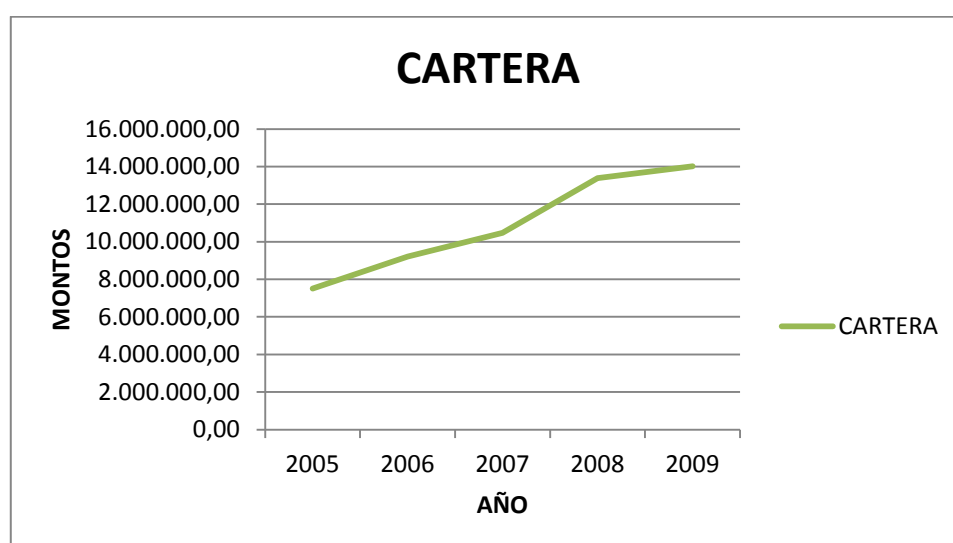
Elaborado por: María Belén López

Al 31 de Diciembre del 2009 el Sistema Financiero Nacional contaba con un total de depósitos de USD 17 mil millones en bancos privados y públicos, cooperativas, mutualistas y otras entidades financieras, manteniendo una constante tendencia de crecimiento desde la entrada del Ecuador en dolarización.

A esa misma fecha, la cartera bruta totalizó USD 14 mil millones, esto es un 4,71 por ciento más que el año anterior, observándose una desaceleración del crecimiento explicada tras el comportamiento de la Banca Privada cuya disminución en su tasa de crecimiento (-1,96%) afectó al Sistema Financiera Nacional dada su presencia mayoritaria.

Al analizar el comportamiento de la cartera de Créditos se observa que en Diciembre del 2005 registró una participación del 72,45%, disminuyendo a 67,46% para Diciembre del 2009, es decir una disminución de su participación de 4,99 puntos porcentuales, decrecimiento que a su vez fue cubierto por la Banca Pública cuyo peso pasó de 9,81% en Diciembre del 2005 a 15,52% en Diciembre del 2009.

Gráfico 5: Evolución de la Cartera
Desde el año 2005 al 2009

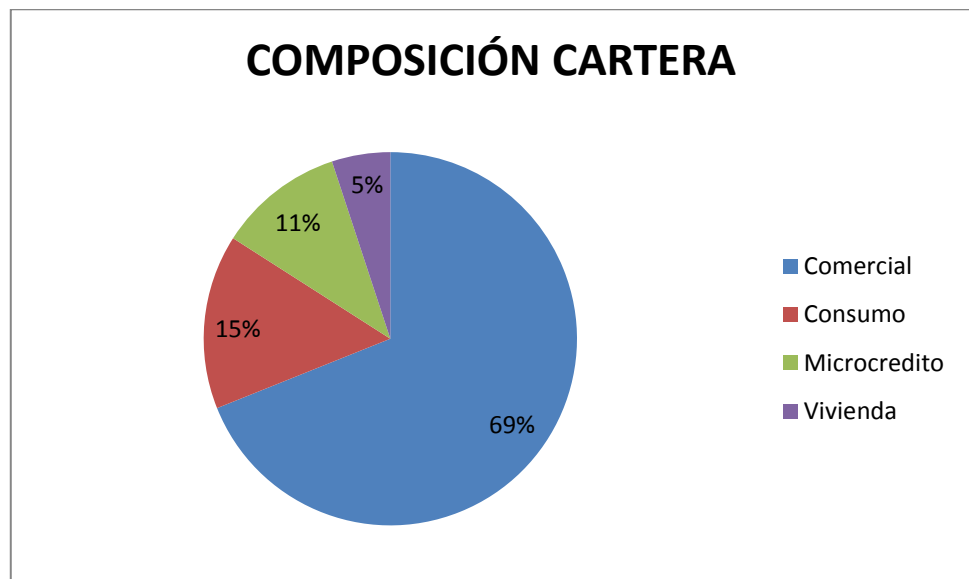


Fuente: Superintendencia de Bancos

Elaborado por: María Belén López

Los segmentos de cartera que presentaron mayor contracción fueron comercial y vivienda 9% y 5.6% respectivamente. El sector de la manufactura presenta mayor contracción del crédito seguido por el sector transporte, construcción y comercio

Gráfico 6: Composición de la cartera al 2009



Fuente: Superintendencia de Bancos

Elaborado por: María Belén López

Por otro lado, al 31 de Diciembre del 2009 el volumen negociado en las Bolsas de Valores del país registró un monto total de USD 6.426,7 millones, evidenciando un significativo crecimiento en el volumen de transacciones bursátiles por USD 1.273,3 millones, en comparación con el año 2008, representando un crecimiento del 24,7%. Este crecimiento obedeció fundamentalmente al aumento de las negociaciones de acciones por un monto de USD 1.178,0 millones, así como a la negociación de valores emitidos por el Sector Público por USD 854 millones.

A pesar de este incremento en las transacciones bursátiles, se debe señalar que existieron negociaciones de renta fija del sector privado que registraron una caída de USD 758,7 millones, correspondiendo al sector financiero pues disminuyeron en USD 864,6 millones, mientras que las transacciones del sector mercantil presentaron un aumento de USD 105,9 millones.

Los principales papeles de renta fija del sector financiero que registraron disminuciones en sus transacciones fueron los Certificados de depósito con USD 395,7 millones, las Pólizas de acumulación con USD 205,8 millones y los Certificados de inversión con USD 190,2 millones. En lo que se refiere al incremento registrado en las transacciones de valores del sector mercantil, se observa un aumento en los valores de Titularización y Papel Comercial con USD 101,7 millones y USD 19,5 millones, respectivamente.

Desde el año 2000 al 2009, el mercado de renta variable ha presentado un crecimiento promedio por año del 195.58%. La participación promedio de la Bolsa de Valores de Quito en este mercado variable ha sido del 50.30%. En el período 2000 - 2009, la Bolsa de Valores de Quito ha tenido una participación en las negociaciones del mercado de renta fija del 49,19% en promedio, mientras que la Bolsa de Valores de Guayaquil ha tenido una participación en promedio del 50,81%.

Un detalle de los montos más negociados en la Bolsa de Valores.

Gráfico 7: Montos negociados en Bolsa de Valores



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaborado por: María Belén López

2.1.2 Análisis de la Información financiera de los agentes económicos, estados financieros y principales índices.

La información financiera es una herramienta indispensable para la toma de decisiones de una empresa antes de proceder con el proceso de Titularización, por lo tanto es importante analizar el uso de la información contable.

La Economía trata de conceptos que son de naturaleza esencialmente cuantitativa, por ejm precios, costos, inversiones, ingresos y utilidades gran parte del análisis económico es matemático. Las matemáticas hacen que el economista sea preciso al definir las variables adecuadas mientras que la contabilidad es un sistema para registrar los hechos financieros de un negocio.

El Balance General es el informe contable fundamental en el cual se registran los activos, pasivos y patrimonio, los activos son las cosas de valor que posee un agente económico, los pasivos son los derechos que tiene sobre un negocio personas o entidades ajenas, es decir la cantidad que la empresa adeuda a personas o entidades y el patrimonio son los derechos del o los propietarios los cuales están representados en títulos acciones.

Debido a la importancia de las utilidades para el éxito de un negocio, se prepara un estado contable, el Estado de Pérdidas y Ganancias, el cual es considerado como el más importante puesto que éste muestra los resultados de las operaciones. En diversos estados de pérdidas y ganancias podemos encontrar los siguientes conceptos: ventas, costo de ventas, gastos de operación, otros gastos, utilidad antes de participación de impuestos, utilidad neta o pérdida neta.

Otra de las herramientas utilizadas son los indicadores financieros que son relaciones que permiten determinar la situación financiera de la empresa. Los indicadores se pueden clasificar en: Indicadores de solvencia, liquidez y gestión, Indicadores de endeudamiento o apalancamiento, Indicadores de Productividad o rentabilidad, Indicadores de Situación Económica, Indicadores de capacidad de pago.

- 1.- Los Índices de Solvencia, liquidez y gestión constituyen: la Razón circulante, liquidez, promedio cuentas por cobrar, promedio inventario, ventas/activo total, capital de trabajo/activo total.
- 2.- Índices de endeudamiento o apalancamiento: Endeudamiento circulante, endeudamiento bancario, endeudamiento total, relación deuda total/activo total, promedio cuentas por pagar.

- 3.- Indicadores de Productividad o rentabilidad: razón del capital neto al activo, productividad de la empresa, rentabilidad del capital, ventas/activo total, beneficio operativo/ventas
- 4.- Indicadores de Situación Económica: porcentaje de costo de ventas, gastos administrativos, gastos financieros, margen de utilidad
- 5.- Indicadores de capacidad de pago: Ventas/pasivo circulante, flujo de caja libre/total pasivo promedio, flujo de caja antes de financiamiento/total pasivo promedio.

2.2 Características del Proceso de Titularización

2.2.1 Estructura del Proceso de Titularización

Concepto de Titularización

La Titularización es un mecanismo mediante el cual se transforma activos reales o financieros no líquidos que posee una persona natural o jurídica llamada Originador, en activos líquidos.

Según lo establecido en la Ley de Mercado de Valores en su artículo 138 ***“La Titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.”***

El patrimonio autónomo podrá conformarse bajo la figura de un Fondo Colectivo de Inversión o de un Fideicomiso Mercantil administrado por una sociedad Administradora de fondos y fideicomisos.

Concepto de Fondo Colectivo de Inversión

De acuerdo a lo establecido en el Art. 76 de la Ley de Mercado de Valores los Fondos Colectivos *“son aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. El fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables, incrementándose el número de sus cuotas como resultado de su suscripción y pago, durante su respectivo período de colocación y, reduciéndose su monto sólo con ocasión de una reducción parcial de ellas, ofrecida a todos los aportantes, o en razón de su liquidación. Estos fondos y su administrador se someterán a las normas del fideicomiso mercantil. Exclusivamente para este tipo de fondos, la administradora podrá fungir como emisor de procesos de titularización. Las cuotas de estos fondos, que deberán someterse a calificación de riesgo, serán libremente negociables”*.

En el presente estudio analizaremos la conformación del patrimonio autónomo con propósito de titularización a través de un Fideicomiso Mercantil.

Concepto de Fideicomiso Mercantil

Un Fideicomiso Mercantil de acuerdo a lo determinado en la Ley de Mercado de Valores en el Art.109 es el contrato mediante el cual *“una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de*

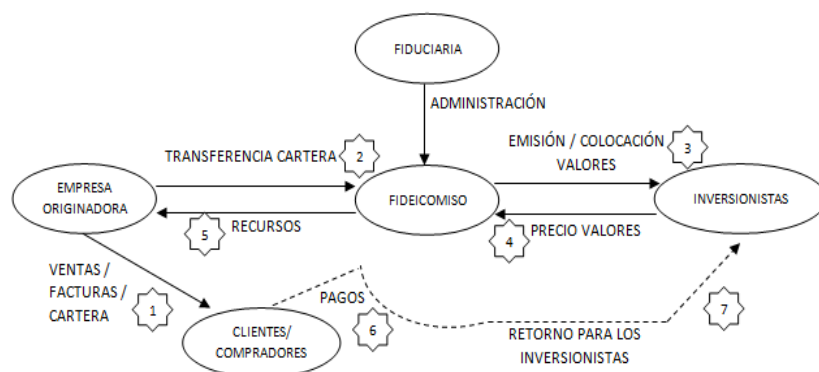
personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.”

Proceso de Titularización

La estructura planteada para el manejo del proceso de Titularización de Flujos futuros es la siguiente: el Originador aporta el activo que existe o que se espera que exista al fideicomiso. El agente de manejo (fiduciaria), con cargo al patrimonio autónomo del fideicomiso emite valores, que se colocan a través de las Bolsas de Valores a inversionistas. El producto de la colocación se entrega al Originador, con lo cual logra una fuente alterna de fondeo para la ampliación de las operaciones propias de su giro ordinario, con un costo financiero y un plazo razonables.

Como consecuencia del recaudo del derecho de cobro, se reciben los flujos, a fin de que el Fideicomiso honre los pasivos con inversionistas.

Gráfico 8: Estructura del Proceso de Titularización



Elaborado por: María Belén López

Las partes que intervienen en el Proceso de titularización son las siguientes: Originador, Inversionista, Agente de Manejo, Estructurador Financiero, Estructurador Legal, Casa de Valores, Calificadora de Riesgos, Bolsa de Valores, Superintendencia de Compañías y Agente Pagador, quienes se encargan de dar viabilidad al proceso.

La Ley de Mercado de Valores define al Originador como:

Originador consiste en una o más personas natural o jurídica, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidades sociales o públicas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados¹

El Originador o Constituyente es la persona natural o jurídica que transfiere el activo generador del flujo al patrimonio autónomo del Fideicomiso, a fin de que con estos recursos se cancele a los inversionistas que adquirieron los títulos valores producto del proceso de titularización. Además es quien recibirá el producto de la venta de los títulos.

Los Inversionistas son las personas naturales o jurídicas demandantes de valores.

Agente de Manejo es la Administradora de Fondos y Fideicomisos, quien de acuerdo a la legislación vigente será el representante legal del Fideicomiso y a su vez quien administrará el patrimonio autónomo cuya finalidad será la titularización.

¹ Ley de Mercado de Valores. Ecuador, Suplemento del Registro Oficial No. 199, 1993. Art. 139.

Las funciones establecidas en el Art. 139 de la Ley de Mercado de Valores y consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, son las siguientes:

- “a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de Titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
 - b) Recibir del Originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
 - c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
 - d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
 - e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
 - f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.
- Las funciones señaladas en los literales a), b) y c) son indelegables.”

A continuación analizaremos la participación de otros grupos que intervienen en un proceso de Titularización y son:

Estructurador Financiero.- Es la persona natural o jurídica que realiza un análisis de la viabilidad del proceso de Titularización así como también realiza las proyecciones de los flujos futuros esperados y establece las características de los Títulos a emitirse.

Estructurador Legal.- Es la persona natural o jurídica que realiza el contrato del Fideicomiso así como toda la documentación a ser presentada en la Superintendencia de Compañías y en la Bolsa de Valores previo la obtención de la

aprobación de la Emisión de los títulos valores, tales como prospecto de oferta pública y reglamento de gestión.

Casa de Valores.- Es la persona jurídica que cuenta con la autorización para actuar como intermediario de negociaciones bursátiles de títulos valores en las Bolsas de Valores

Calificadora de Riesgos.- Es la persona jurídica que se encargará de emitir la calificación de riesgos a los títulos valores producto del proceso de Titularización.

Bolsa de Valores.- Son las corporaciones civiles que se encargan de la negociación de valores.

Superintendencia de Compañías.- Es la entidad que se encarga de aprobar el Prospecto de Oferta Pública de los Valores a emitirse mediante el proceso de Titularización.

Agente Pagador.- Es la persona natural o jurídica que se encargará de cancelar a los inversionistas que adquirieron los títulos valores, con recursos provistos por el Fideicomiso.

2.2.2 Activo titularizado

Según el Art. 143 de la Ley de Mercado de Valores los activos susceptibles a ser titularizados son los Activos que existan o que se espera que existan y que generen flujos determinables y sobre los cuales no podrá pesar ningún tipo de gravamen, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, etc.

“Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;
- b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;

- c) Cartera de crédito;
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.”

Dependiendo del activo que se aporta y su objeto, los tipos de Titularización se pueden clasificar en: Titularización de Cartera, Inmobiliario, Proyectos Inmobiliarios, Flujos en General

En la presente investigación se analizará los Fideicomisos de Titularización de Flujos en General.

Un detalle de los Activos titularizados en los diferentes procesos de Titularización de Flujos Futuros durante el período 2006 – 2009 es el siguiente:

Cuadro 3: Descripción de los Fideicomisos de Titularización de Flujos del Año 2006 al 2009

Nombre del Fideicomiso	Originador	Activo titularizado
Tit. De flujos futuros de fondos de Burger King – restaurantes del Norte “Resnorte”	Compañía Restaurantes del Norte Resnorte S.A.	Es el flujo futuro de fondos provenientes del 17.5% de las ventas netas del Establecimiento Burger King
Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Titularización de flujos – tasas terminal terrestre de Guayaquil”	Fundación Terminal Terrestre de Guayaquil	Los Flujos generados por las tasas. Las tasas se producen automáticamente al momento mismo en que los usuarios usan la Terminal Terrestre.
Fideicomiso mercantil irrevocable Segunda titularización	Pacificard S.A.	las cuentas por cobrar que se generen, a partir de la presente fecha y mientras

<p>Pacificard/Mastercard flujos del exterior</p>		<p>se encuentre vigente el FIDEICOMISO, las cuales deben ser pagadas por MASTERCARD INTERNATIONAL a favor del ORIGINADOR como consecuencia de: (i) los pagos efectuados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a los establecimientos comerciales en los cuales los TARJETAHABIENTES hayan efectuado consumos en general; (ii) los avances en efectivo en oficina (sea en oficinas del ORIGINADOR o en oficinas del Banco del Pacífico) otorgados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a favor de los TARJETAHABIENTES; y, (iii) los avances en efectivo a través de cajeros automáticos (red Cirrus – Banco del Pacífico) otorgados por el ORIGINADOR, por cuenta de MASTERCARD INTERNATIONAL, a favor de los TARJETAHABIENTES.</p>
<p>Fideicomiso "Primera titularización de flujos- tarjeta de crédito De Prati"</p>	<p>Almacenes De Prati S.A.</p>	<p>los flujos titularizados se generan automáticamente al momento mismo en que el Banco Recaudador recibe en la cuenta de</p>

		recaudo del originador, el depósito efectuado por el tarjetahabiente
Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Futuros Primera Titularización peajes Conorte	Concesionaria Norte Conorte S.A.	El Derecho de Cobro de i) tarifas de peaje y (ii) el derecho de cobro de compensaciones del Honorable Consejo Provincial de Guayas
Fideicomiso de Titularización de Flujos Industrias Ales	Industrias Ales	El Derecho de cobro de los clientes seleccionados: Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed (Fybeca y Sana Sana); El Rosado S.A. (Mi Comisariato) Corporación Favorita C.A. (Supermaxi) Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía) Mega Santa María S.C.C. (Supermercados Santa María)
Fideicomiso mercantil irrevocable Primera Titularización de Flujos Fadesa	Fábrica de Envases S.A.	El derecho de cobro que se generan a favor del originador ante los compradores iniciales
Fid. Mercantil con fines de Titularización – municipalidad de Guayaquil – proyecto pavimentación de calles, programa de obras populares provisionales emergentes	M.I. Municipalidad de Guayaquil	El 42% de los Derechos y por ende de los Ingresos presupuestados anualmente y recaudados diariamente, por concepto de impuesto predial urbano y contribución de mejoras, durante el Primer Trimestre de cada año, El 35% de los Derechos y por ende los Ingresos presupuestados anualmente y recaudados diariamente, por concepto de impuesto predial urbano y contribución de mejoras,

		durante el Segundo, Tercer y Cuarto trimestre de cada año.
Primera Titularización de Flujos – Pescasur	Procesadora y Pesquera del Sur Pescasur C.A.	Constituye el derecho a percibir la totalidad de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generan a favor del originador ante los compradores iniciales
Primera Titularización de Flujos Futuros de Fondos Artefacta	Compañía Artefactos Ecuatorianos para el hogar sociedad anónima ARTEFACTA	Son los recursos que el ORIGINADOR obtendrá del 50% de la recaudación de los créditos provenientes de las ventas que se produzcan y cobren a través de sus locales ubicados en la ciudad de Guayaquil,
Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador	Nestlé Ecuador S.A.	Derecho de cobro de los Clientes Seleccionados Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A., Farcomed (Fybeca), El Rosado S.A. (Mi Comisariato), Corporación Favorita C.A. (Supermaxi), Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía), Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A.;
Fideicomiso de Titularización de Flujos Pronaca	Procesadora Nacional de Alimentos C.A.	El Derecho de cobro de los clientes seleccionados - El Rosado S.A. (Mi Comisariato), - Corporación Favorita C.A. (Supermaxi), - Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía), - Mega Santa María S.C.C., - Magda Espinosa S.A.,
Fideicomiso Mercantil de Titularización de flujos Futuros	La Fabril S.A.	El derecho de cobro de las facturas sobre la totalidad

de Ventas Productos La Fabril		de las ventas que realizará la Fabril sobre sus productos en el Segmento "Panificadores Artesanales y Semi industriales.
Primera Titularización de Flujos Agripac	Agripac S.A.	El Derecho de cobro de los compradores iniciales
Fideicomiso de Titularización de Flujos Movistar	Otecel S.A.	El Derecho de cobro por los consumos de telefonía celular y que se recaudan a través de las Instituciones Financieras seleccionadas: Banco Pichincha C.A, Banco de la Producción S.A., Banco de Guayaquil S.A y Diners Club del Ecuador S.A.
Titularización de Flujos Futuros de Fondos de Burger King CCI-Restaurantes Instantáneos Reinstant	Restaurantes Instantáneos Reinstant S.A.	Flujo futuro correspondientes a un porcentaje de ventas del Restaurante Burger King - CCI
Fideicomiso Mercantil Titularización Flujos Diners	Diners Club del Ecuador Sociedad Financiera	El 7.07% del derecho de cobro presentes y futuros
Fideicomiso Titularización Hotel Colón Guayaquil – cero uno	Compañía Hotel Colón Guayaquil S.A.	El derecho de cobro a percibir de American Express y Diners Club
Primera Titularización de Flujos Delcorp	La compañía Deicorp S.A.,	Derecho de cobro de los clientes seccionados (i) Agripac S.A.; y, (ii) Interamericana Productos Químicos S.A.
Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de Flujos Futuros de Ventas Interroc – VTC Interroc	Interroc S.A.	Los flujos futuros provenientes del 100% de la recaudación diaria que efectúa INTEROC de las ventas del Segmento Químicos.
Fideicomiso Mercantil de titularización de Flujos Futuros de Fondos Ecuafarmacias I	Compañía Ecuafarmacias & asociados s.a.	El Derecho de cobro y recaudación de las ventas que realiza Ecuafarmacias a través de la tarjeta de crédito Diners Club (corriente,

		crédito y diferido), en cada uno de los establecimientos y puntos de venta Cruz Azul® , Pharmacys® y Botica Inglesa,
Fideicomiso Segunda Titularización de flujos Fadesa	Fabrica de Envases S.A.	El Derecho de cobro de los clientes seleccionados: i) Inaexpo C.A ii) Marbelize S.A. iii) Adheplas S.A. iv) Eurofish S.A.
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos De Prati	Almacenes De Prati	Cuentas por cobrar que deben ser pagadas por los Consolidadores por los consumos utilizados por los Tarjetahabientes (Diners, Visa, Mastercard, American Express)
Fideicomiso de Titularización de Flujos EBC	Ecuador Bottling Company Corp.	Derecho de cobro a los clientes dentro de la circunscripción territorial denominada Ciudad de Quito la que comprende los cantones de la provincia de Pichincha: Mejía, Rumiñahui y Quito a excepción de las parroquias de Nanegal, Nanegalito y Pacto y los cantones El Chaco y Quijos
Fideicomiso de Titularización de Flujos – Azucarera Valdez	Compañía Azucarera Valdez S.A.	Derecho de Cobro de los clientes seleccionados: Corporación Favorita, Salcedo Barriga Fabian, Ecuador Bottling Company, Industrial Surindu, Vargas Guevara Virginia, Vargas María Judith

Fuente: Prospectos de Oferta Pública

Elaborado por: María Belén López

Tal como se puede apreciar en el anexo precedente, el Originador puede segmentar los activos a aportar al patrimonio autónomo del Fideicomiso de Titularización como por ejemplo se puede aportar los derechos de cobro de ciertos clientes o un porcentaje de su recaudación, siempre y cuando el flujo que genere el derecho de cobro permita cumplir con sus obligaciones ante los Inversionistas que adquieren títulos productos de los procesos de Titularización.

Es importante mencionar que el único proceso de Titularización que no ha podido cancelar a los inversionistas es el Proceso realizado por Pescasur, puesto que los flujos se vieron deteriorados significativamente durante el 2009 por factores climáticos.

2.2.3 Principales instrucciones fiduciarias

El fideicomiso mercantil será el titular de los bienes que integran el patrimonio autónomo. El fiduciario ejercerá la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil, por lo que podrá intervenir con todos los derechos y atribuciones que le correspondan.

En el artículo 103 de la Ley de Mercado de Valores se establece las Obligaciones de la Administradora de Fondos y Fideicomiso en su calidad de Fiduciario y las principales instrucciones de un Fideicomiso Mercantil con propósito de Titularización son las siguientes:

- a) Administrar prudente y diligentemente los bienes del Fideicomiso;
- b) Actuar como Agente Pagador de la titularización (de ser el caso);
- c) Actuar como representante legal del Fideicomiso en los

términos y condiciones del contrato de Fideicomiso;

- d) Exigir al Originador y a los Inversionistas el cumplimiento de sus obligaciones, conforme lo dispuesto en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los Valores y en la legislación aplicable;
- e) Mantener los bienes que integran el patrimonio autónomo del Fideicomiso, separados de los demás bienes de la Fiduciaria y de los otros negocios fiduciarios que administra;
- f) Cancelar, con los recursos del Fondo Rotativo o aquellos que sean provistos por el Originador, todos los pasivos con terceros distintos de los inversionistas. En caso que los recursos del Fideicomiso fueren insuficientes, los pasivos con terceros distintos de los inversionistas serán asumidos y cancelados por el originador;
- g) Siempre que los recursos del Fideicomiso lo permitan, pagar los pasivos con inversionistas, en los términos y condiciones constantes en el fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto y en los valores;
- h) Exigir al agente de recaudo el cabal y oportuno cumplimiento de las obligaciones asumidas por aquel, en virtud del respectivo contrato suscrito con el fideicomiso;
- i) Restituir al originador: (1) el derecho de cobro, (2) los recursos dinerarios remanentes en el fideicomiso, y (3) cualquier otro bien remanente en el fideicomiso, una vez que se hayan cancelado los pasivos con inversionistas y los pasivos con terceros distintos de los inversionistas;
- j) Llevar la contabilidad del Fideicomiso, preparar la información financiera y ponerlas a disposición de los respectivos destinatarios, en los términos exigidos por la Superintendencia de Compañías y demás normativa aplicable;
- k) Rendir cuentas al Originador y al Comité de Vigilancia con periodicidad trimestral.

- l) Notificar a la Superintendencia de Compañías y a las Bolsas de Valores de la emisión de las nuevas series y clases en las que se divide la emisión. En la notificación se hará constar las características de la nueva emisión;
- m) Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que considere necesarios para atender al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que demoren o impidan dicho cumplimiento;
- n) Cumplir con los requisitos y obligaciones establecidas en la normativa legal y reglamentaria aplicable para procesos de titularización; y,
- o) Las demás obligaciones establecidas para la Fiduciaria en el Fideicomiso, en el Reglamento de Gestión, en el Prospecto, en los valores y en la legislación aplicable.

Adicionalmente en el artículo 105 de la Ley de Mercado de Valores se menciona que las Administradoras de Fondos y Fideicomiso, en su calidad de representantes legales de los Fideicomisos, no podrán avalar o garantizar el pago de beneficios generados por su patrimonio autónomo puesto que su función es de medio y no de resultado, ya que el Fiduciario responde hasta por culpa leve y se encarga de cumplir con las instrucciones determinadas por el Constituyente con miras a tratar de que las finalidades pretendidas se cumplan.

2.2.4 Mecanismos de garantía

Con el propósito de brindar mayor seguridad al proceso de Titularización y disminuir el riesgo en caso de existir desfases en los flujos de caja proyectados para el pago de los valores, el Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores establece que debe existir uno o algunos de los Mecanismos de Garantía.

En un proceso de Titularización es importante establecer claramente el mecanismo de garantía e incluirlo en el contrato del Fideicomiso.

Mecanismos de Garantía:

La Titularización puede contemplar los siguientes mecanismos de garantía: a) Subordinación de la Emisión, b) Sobrecolateralización, c) Exceso de flujo de fondos, d) Sustitución de Activos, e) Contratos de apertura de crédito, f) Garantía o aval, g) Garantía bancaria o póliza de seguro y h) Fideicomiso de Garantía.

Subordinación de la Emisión.- Este mecanismo corresponde a la emisión de dos clases de títulos, los títulos principales y los subordinados, los cuales poseen diferentes niveles de riesgos, ya que los subordinados son a los que se imputarán pérdidas en caso de generarse.

La subordinación implica que el dividendo siguiente a vencer de la Serie Subordinada se pagará solo si se ha aprovisionado el monto necesario para el pago del dividendo (interés y capital) siguiente a vencer de las Series Principales y así sucesivamente. A la Serie Principal se pagará prioritariamente los intereses y capital.

Por ejemplo, en una titularización de USD 10 millones, se emite y se colocan USD 8 millones con inversionistas como Títulos Principales y USD 2 millones son adquiridos por el mismo Originador como Títulos Subordinados por lo que se cancelará los intereses y capital una vez que se cuente con los recursos para cancelar los Títulos Principales.

Sobrecolateralización.- Según lo establecido en la Ley de Mercado de Valores, sobrecolateralización consiste en que el monto de los activos fideicomitados, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos.

El Fondo de reserva o exceso de flujo de fondos.- Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Sustitución de Activos.- Consiste en que el Originador sustituya los activos que no están cumpliendo con las proyecciones o su capacidad de generar el flujo previsto por otro de mejor o igual característica.

Contratos de apertura de créditos.- El Originador es el responsable de obtener una línea de crédito para solventar la liquidez para el Fideicomiso en caso de que sea requerido para el pago a los inversionistas.

Garantía Subsidiaria.- Consiste en que el Originador se convierte en garante subsidiario y el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas cuando el Fideicomiso no cuente con los flujos suficientes para hacerlo.

Garantía bancaria o póliza de seguro.- Consiste en que el Originador obtenga una garantía bancaria o una póliza de seguro a ser ejecutadas por el Fideicomiso de Titularización.

Fideicomiso de Garantía.- Es la constitución de otro patrimonio autónomo cuyo objeto sea garantizar las obligaciones a favor de los inversionistas.

La aplicación de los mecanismos de garantía permite que los títulos valores emitidos del proceso de Titularización tengan la suficiente garantía de pago frente a los inversionistas, lo cual implicará una adecuada Calificación de Riesgo y por ende una rápida colocación en el Mercado Bursátil.

Todos los valores que se emitan en un proceso de Titularización, deberá contar con al menos una calificación de riesgo emitida por una calificadora de riesgo legalmente establecida.

La Calificadora de Riesgos, es una entidad especializada en calificar el riesgo de los valores a negociarse en el Mercado de Valores.

La calificación de riesgo deberá indicar los factores que fueron considerados para otorgar la calificación así como la legalidad de la transferencia de los activos al patrimonio autónomo.

En la Ley de Mercado de Valores en su Art. 176 se menciona lo siguiente *“Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores.”*

Se debe tomar en cuenta que las Calificadoras de Riesgo no podrán a) Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor; b) Ser socio o accionista de las entidades reguladas por esta Ley; c) Participar a cualquier título en la estructuración financiera, adquisición, fusiones y escisiones de compañías; y, d) Realizar las actividades expresamente asignadas a los otros entes que regula la presente Ley o la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

La calificación de riesgo de estos títulos no considerará la solvencia del Originador o de la Fiduciaria.

2.3 Características Generales de las Emisiones de Títulos Valores

2.3.1 Características de los Valores

2.3.1.1 Definición

De acuerdo a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores los valores que se emitan como consecuencia de procesos de Titularización constituyen valores en los términos de la Ley.

“Art. 2 señala que se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.”

Los valores derivados de una Titularización deberán ser transados por Bolsa tanto en el mercado primario como secundario.

Los valores que se emitan como consecuencia del proceso de Titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, estos podrán representar uno o más valores.

2.3.1.2 Tipos de Valores Negociables

Para realizar la clasificación de los valores negociables se va a considerar lo estipulado en la Ley de Mercado de Valores en su artículo 147 publicado en el Suplemento del Registro Oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993, que es la que se detalla a continuación:

Valores de contenido crediticio

“Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos”

Estos títulos, son valores de renta fija, los cuales previamente establecen el rendimiento y el plazo del título, aunque puede existir reajuste de cálculo, los cuales son previamente establecidos así como los parámetros de los cálculos. Estos

valores son los más usuales en el caso ecuatoriano y esto se puede explicar debido a que la mayoría de las Titularizaciones realizadas en el Ecuador son Titularización de Cartera, a los cuales como se ha visto anteriormente por su naturaleza este tipo de valores son los más adecuados con estas emisiones.

Valores de contenido de participación

La Ley de Mercado de Valores define a los Valores de contenido de participación como: “Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización”

Este tipo de valores son los conocidos como renta variable, los cuales no tienen un rendimiento ni plazo previamente determinados, ya que su rendimiento dependerá exclusivamente de los resultados que se obtengan con el activo subyacente, para el cual se requería los recursos adquiridos a través de la emisión de los títulos valores.

Valores de contenido mixto

Estos son valores los cuales tienen una parte de valores de contenido crediticio y una parte de valores de participación, es decir es una mezcla de rendimientos fijos y variables, por lo cual el inversionista conoce un rendimiento que le va a ser reconocido y aparte podrá ser beneficiario en una parte de los resultados del proyecto a realizarse, como se indicó anteriormente esto dependerá del patrimonio autónomo del fideicomiso, y de las expectativas y proyecciones que se esperan de los flujos de caja, por lo cual las características de los valores serán especificadas por el Estructurador Financiero.

2.3.2 Monto titularizado

La Ley de Mercado de Valores en su Art. 44 establece que “Las Bolsas de Valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros, los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.”

Los valores que podrán ser negociados a través de operaciones de reporto bursátil y a plazo serán establecidos mensualmente por los Directorios de la Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil, y se podrán negociar valores derivados de procesos de titularización inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en los Registros de las Bolsas de Valores, únicamente aquellos que tengan una calificación de riesgo categoría “A” o superior.

Un detalle de los montos titularizados durante los años 2006 al 2009 es el siguiente:

**Cuadro 4: Montos aprobados en Titularizaciones
desde el Año 2006 al 2009
(Miles de Dólares de los Estados Unidos de América)**

Años	Montos totales titularizados	% de crecimiento
2006	343.125	
2007	201.111	-41,38%
2008	560.868	178,88%
2009	495.400	-11,67%

Fuente: Bolsa de Valores
Elaborado por: María Belén López

El incremento observado durante el año 2008 obedece a las Titularizaciones de Cartera hipotecaria efectuadas por: Mutualista Pichincha y Banco Rumiñahui y de Cartera automotriz efectuada por GMAC. Adicionalmente se aprobaron las Titularizaciones de Flujos en General de Nestlé y Ales.

Un detalle de los montos titularizados mediante procesos de Titularización de Flujos en General durante los años 2006 al 2009 es el siguiente:

Cuadro 5: Montos titularizados mediante Procesos de Titularización de Flujos en General
(Miles de Dólares de los Estados Unidos de América)

Años	Monto Titularizado	% crecimiento
2006	81.250	
2007	53.000	-34,77%
2008	222.800	320,36%
2009	239.750	7,61%

Fuente: Bolsa de Valores
Elaborado por: María Belén López

Durante el año 2008 las principales Titularizaciones de Flujos en General fueron: Industrias Ales por USD 50 millones, Municipalidad de Guayaquil USD 35 millones, Pronaca USD 35 millones, Nestlé USD 30 millones y Artefacta USD 20 millones.

2.3.3 Plazo, tasa de interés, periodicidad de pagos

La Titularización de los activos es una alternativa de financiamiento a largo plazo, no existen límites en los montos

e intereses que se pagan a los inversionistas. Sin embargo, la rentabilidad fluctúa entre el 7 y el 10%. Los rendimientos promedio de las titularizaciones han sido del 8,34%. La tasa más alta alcanzó el 10% en promedio, en el 2003 y su forma de pago generalmente es trimestral.

2.3.4 Plazo de la oferta pública

El plazo de la oferta pública es de nueve (9) meses calendario contado a partir de la fecha de la autorización de la Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, prorrogable por nueve meses más siempre que se haya obtenido de la Superintendencia de Compañías la prórroga correspondiente al plazo para la oferta pública de los valores.

CAPITULO III

3. DESCRIPCION DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE INDUSTRIAS ALES

3.1 Situación Económica de Industrias Ales

3.1.1 Información de Industrias Ales, Actividad económica, Productos, Participación en el mercado

Con el propósito de analizar el proceso de Titularización de una compañía que ha intervenido en el Mercado Bursátil he escogido a Industria Ales, la cual pertenece al Sector Comercial - Aceite, grasas y palma africana-.

Actividad Económica, productos y participación en el mercado.-

Industrias Ales fue constituida en 1943, su actividad principal es la producción y comercialización de aceites, jabones y grasas, la comercialización de maquinaria agrícola y repuestos, la comercialización de líneas de representación y la exportación de aceite crudo de palma.

Industrias Ales, en el año 2002 obtuvo la representación exclusiva para el Ecuador de Procter & Gamble para la distribución de la línea de productos de cuidado personal con marcas muy conocidas como Herbal Essences, Head & Shoulders, Pantene, etc. En el año 2005 se amplía la línea a detergentes con la marca FAB; y a finales del 2006 se incluyeron productos de la marca Gillette.

Los principales competidores de la empresa son: la Fabril que tiene el 40% de participación; y Danec con una participación del 30%; actualmente Industrias Ales se ubica en el tercer lugar, con una participación del 25% aproximadamente. Las principales ventajas competitivas que mantiene la empresa frente a sus competidores, son su trayectoria, posicionamiento de sus marcas en el mercado, y su red de distribución a nivel nacional; adicionalmente en la línea comercial maneja productos de primera calidad y de gran aceptación de parte de los consumidores.

Industrias Ales ha dividido sus operaciones en dos líneas de negocios: Industrial y Comercial.

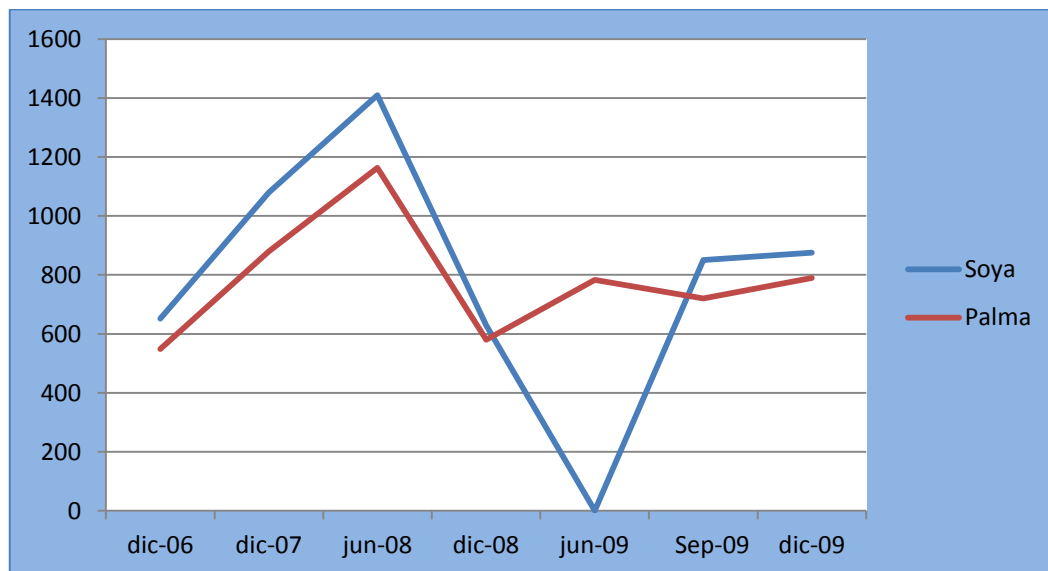
Negocio Industrial.- se divide a su vez en: a) elaborados, que comprenden la producción de aceite, mantecas y jabones. El mercado es local y la materia prima son los elaborados de la Palma y de la Soya (aceite y fruta) b) subproductos, se consideran a la pasta de soya (que proviene del procesamiento de granos de soya) y al aceite rojo de palma.

Con la finalidad de controlar el abastecimiento de la materia prima y variaciones en el precio, la Compañía emprendió proyectos de cultivo de palma africana a gran escala y extracción de aceite a través de sus subsidiarias Alespalma S.A. y Oleagro Salgana Olepsa S.A. Conjuntamente con palmicultores construyó una planta extractora de aceite de palma constituyendo para el efecto la empresa Oleaginosas del Castillo S.A. En el año 1985, se constituyó la Sociedad de Palmicultores de La Independencia Sopalin S.A. cuya finalidad es la producción y refinación de aceite crudo de palma.

La producción de Palma africana es muy importante para el país tanto así que el Ministerio de Coordinación de la

Productividad, Empleo y Competitividad menciona que el aceite de soya tuvo un comportamiento positivo en el 2009 y sus exportaciones crecieron un 59%, y la producción de palma aceitera tiene un crecimiento anual del 20%, siendo la palma de aceite uno de los productos de mayor despunte en el país, a pesar de la fluctuación de los precios internacionales de la soya y palma

Gráfico 9: Fluctuación de los precios internacionales de Soya y Palma
Años 2006 al 2009



Fuente: Industrias Ales

Elaborado por: Ma. Belén López

Negocio Comercial.- corresponde a la distribución y venta de productos de representación de Procter & Gamble tales como shampoo, detergentes y productos de higiene personal.

Las principales marcas que comercializa la Compañía se detallan a continuación:

Cuadro 6. Marcas Comercializadas por Industria Ales

Línea Industrial

Productor	Producto	Marcas
Industrias Ales C.A.	Aceite Manteca Jabón	Dos Coronas, Ales, Soya, Alesol La Reina, Tres Coronas, Manteca de Panificación, Alesina Maquinado, Limón, Ales, Suave, Jabón Jean, Frontera, Master Mix

Línea Comercial

Procter & Gamble	Shampoo Detergentes Higiene Personal	Herbal Essences, Head & Soulders, Pantene FAB Gillette
Otros	Maquinaria Agrícola	CASE, Tecnomia, Kuhn, Mac Cornick

Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

Con respecto a la estructura de las ventas de Industrias Ales C.A. se observa que el porcentaje de participación mantiene la misma tendencia durante los últimos años.

Adjunto la participación de las ventas por línea de comercialización:

Cuadro 7. Estructura de Ventas de Industrias Ales

Ventas por línea	Participación Dic 06	Participación Dic 07	Participación Dic 08
Elaborados y Subproductos	67.54%	62.51%	64.42%
Maquinaria y otros	1.87%	2.07%	3.25%
Comercialización	30.59%	35.42%	32.33%
Total	100%	100%	100%

Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

3.1.2 Información Financiera de Industrias Ales

Industrias Ales ha realizado tres procesos de Emisión de Obligaciones por montos de USD 5, 6 y 6 millones respectivamente, así como el primer proceso de emisión de Papel Comercial por un valor de USD 6 millones y una Titularización de Flujos Futuros de USD 7.5 millones de dólares cuyo vencimiento fue en el mes de Marzo 2010. Las acciones se encuentran cotizadas en bolsa y mantiene una participación bursátil activa. Los recursos recibidos por la titularización fueron utilizados como capital de trabajo, en especial para cancelar las cuentas por pagar a proveedores.

Con el propósito de analizar la situación financiera del Originador del proceso de Titularización denominado Fideicomiso de Titularización de Flujos Industrias Ales, se procedió a revisar las principales cifras de los años del 2006 al 2009.

Inicialmente revisaremos la Estructura del Activo, de acuerdo a lo establecido en el Anexo 1 del presente estudio.

La Compañía ha experimentado un crecimiento en el total de activos del 3.4% con respecto al año 2008 debido principalmente al incremento en los activos no corrientes, originado por el aumento en las cuentas por cobrar a largo plazo producto de las ventas. Industrias Ales como Originador del Fideicomiso transfirió el derecho de cobro de clientes seleccionados, los cuales representan el 33% del total de las cuentas por cobrar.

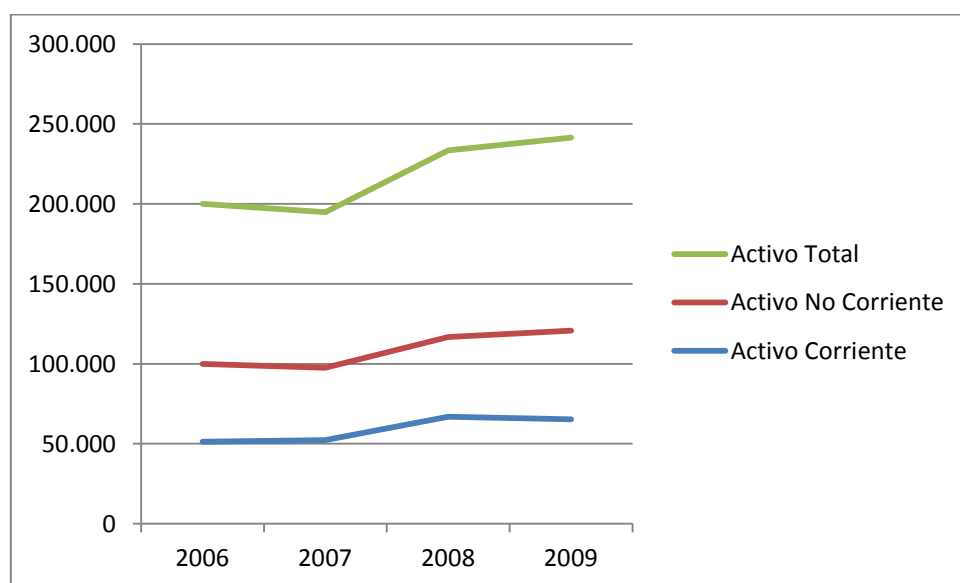
Dentro del rubro de inventarios se encuentra lo siguiente: materia prima 35%, mercaderías para reventa 43%, productos terminados 15%, importación en tránsito 7%.

Los activos corrientes representan el 54% frente al total de activos. El valor disponible, la empresa la maneja en las siguientes instituciones financieras: Banco Promérica, Banco Pichincha y Produbanco.

Cabe señalar que el activo fijo neto llega a USD 14.36 millones, éstos no han sido revalorizados por lo que se estima que tendrían un valor superior.

Como inversiones se registra las plantaciones en producción, plantaciones en desarrollo, infraestructura civil, semovientes y viveros neto de la depreciación.

Gráfico 10 Análisis Activos Industrias Ales
Años 2006 al 2009



Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

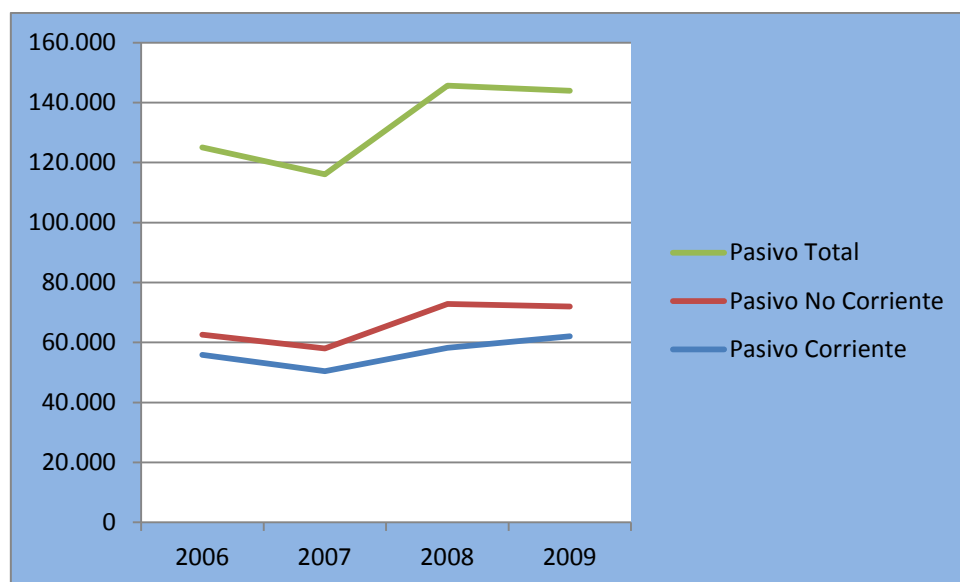
Continuando con el análisis de la Estructura de los Pasivos de acuerdo a lo establecido en el Anexo 2 del presente estudio, se observa lo siguiente:

El Pasivo Corriente o a corto plazo representa el 86% frente al total de pasivos, dentro de los cuales tenemos las obligaciones bancarias que corresponde a los préstamos que mantiene la Compañía con Instituciones financieras locales y extranjeras a tasas de interés que fluctúan entre el 10% y 6% así como una Emisión de papel comercial, la cual fue inscrita en Registro de Mercado de Valores en Noviembre del 2008 colocándose títulos por un valor de USD 4 millones.

Una composición de las cuentas por pagar proveedores es el siguiente: Procter & Gamble 50%, compañías relacionadas el 6% y varios proveedores el 44%

Tanto las Obligaciones a largo plazo y su porción corriente corresponden a préstamos de bancos locales con vencimientos hasta octubre del 2013 a una tasa de interés que fluctúa entre el 8.92% y el 10%, Emisión de obligaciones del año 2006 y 2008, las dos emisiones de obligaciones han sido destinadas a cancelar obligaciones bancarias de corto plazo con unos plazos superiores a 1.400 días para ambos casos. Estas obligaciones fueron aprobadas en la Superintendencia de Compañías e inscritas en el Registro de Mercado de Valores.

Gráfico 11 Análisis Pasivos Industrias Ales
Años 2006 al 2009



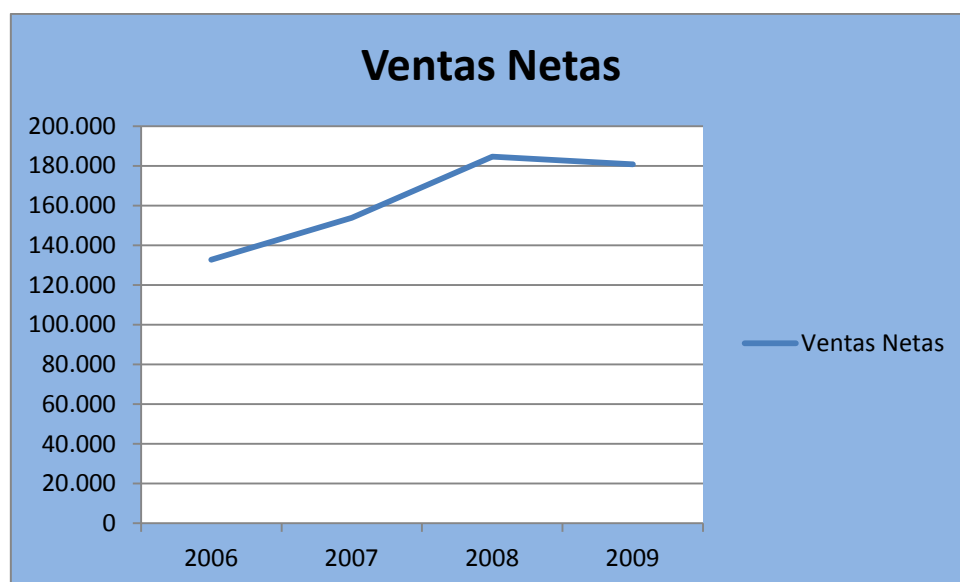
Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

En el Anexo 3 del presente estudio se observa el análisis realizado al Estado de Pérdidas y Ganancias y se puede concluir que:

Industrias Ales presenta una tendencia creciente de las ventas durante los años 2006 al 2008, lo cual obedece principalmente a la introducción de la marca Gillette y Scotch Bride en la línea de comercialización; sin embargo, durante el año 2009 se observa una desaceleración debido a la restricción de importaciones en el país, lo cual afectó la distribución de la línea comercial.

Gráfico 12 Tendencia de las Ventas Industrias Ales
Años 2006 al 2009



Fuente: Industrias Ales C.A.

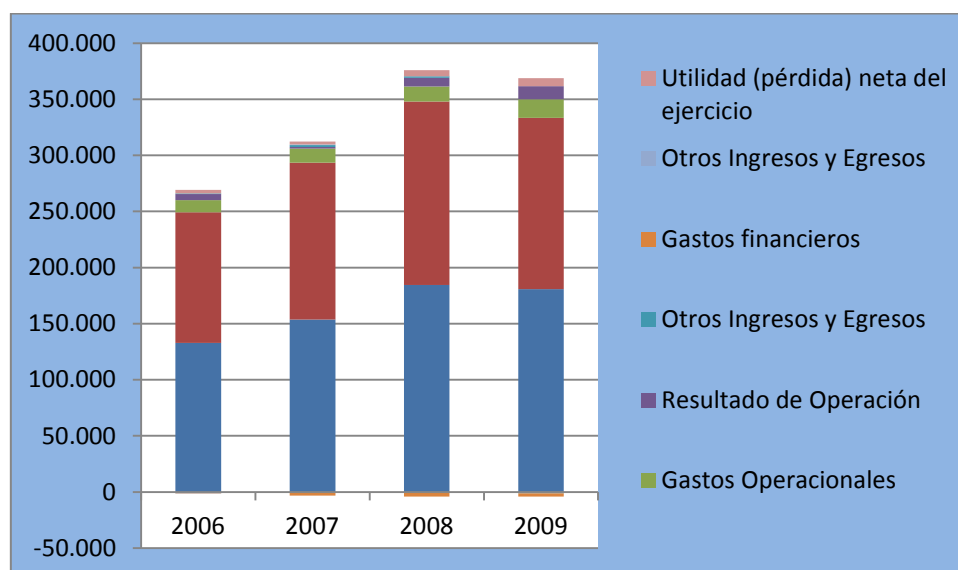
Elaborado por: Ma. Belén López

De igual manera se observa un incremento en los costos de venta operacionales durante los años 2006 al 2008 a pesar del decremento en el precio promedio del aceite de palma (USD 948/TM en el año 2007 a USD 706 en el año 2008). A Diciembre del 2009, los costos de ventas presentan una participación del 84% sobre el total de ventas con un precio promedio del aceite de USD 670/TM.

Los Gastos Operacionales pasaron de USD 11 millones del 2006 a USD 16 millones en el año 2009 con una tasa de crecimiento del 14.66%, este incremento obedece al incremento de gastos de logística y distribución.

La utilidad neta del ejercicio del año 2009 representa el 3.9% frente a las ventas vs. el 1.73% del año 2007.

Gráfico 13 Análisis del Estado de Resultados Industrias Ales
Años 2006 al 2009



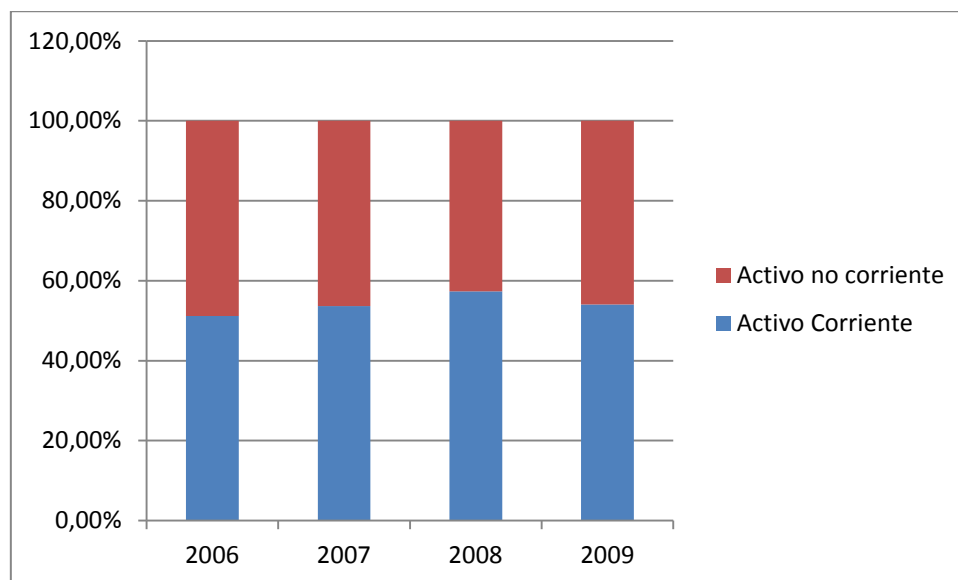
Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

3.1.3 Análisis de los principales índices financieros de Industrias Ales

Una de las herramientas primordiales para la revisión de la situación financiera del Originador es el análisis de los principales Indicadores financieros de Industrias Ales los cuales se adjuntan en el Anexo 4.

Gráfico 14 Análisis de la composición del Activo
Años 2006 al 2009

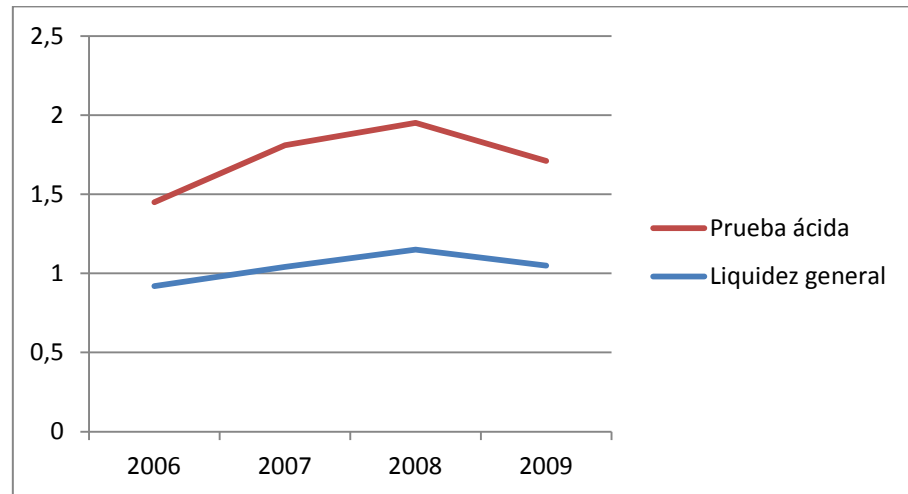


Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

Con respecto al indicador de liquidez se observa que éste ha tenido una tendencia creciente desde el año 2005 hasta diciembre 2009 debido a la mejor gestión de recuperación de la cartera, esto se evidencia tanto en la razón corriente, que pasó de 1.04 (2007) a 1.18 (2008); como en la prueba ácida que pasó de 0.77 (2007) a 0.82 (2008).

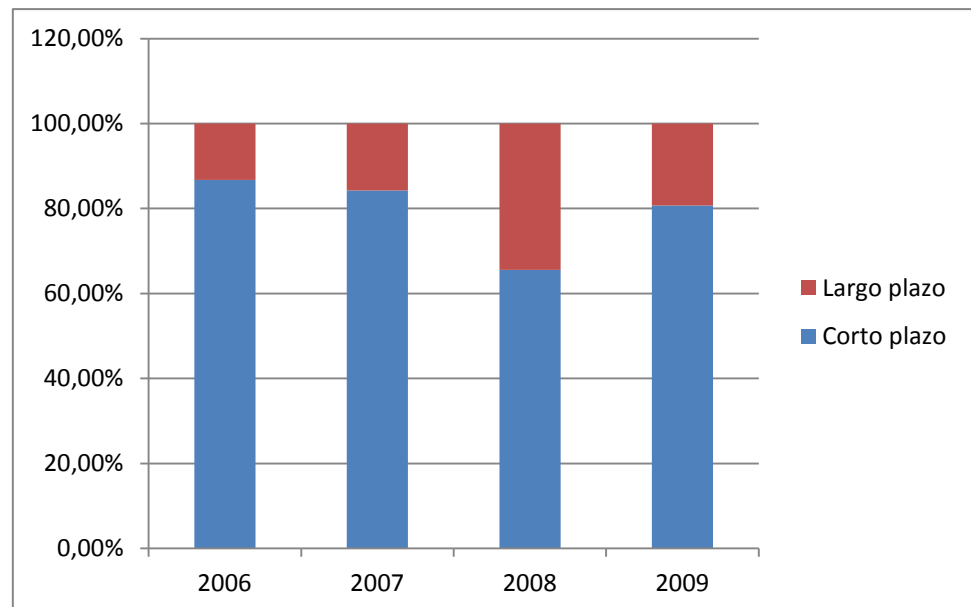
Gráfico 15 Índice de Liquidez Industrias Ales
Años 2006 al 2009



Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

Gráfico 16 Análisis Estructura Deuda Financiera
Años 2006 al 2009

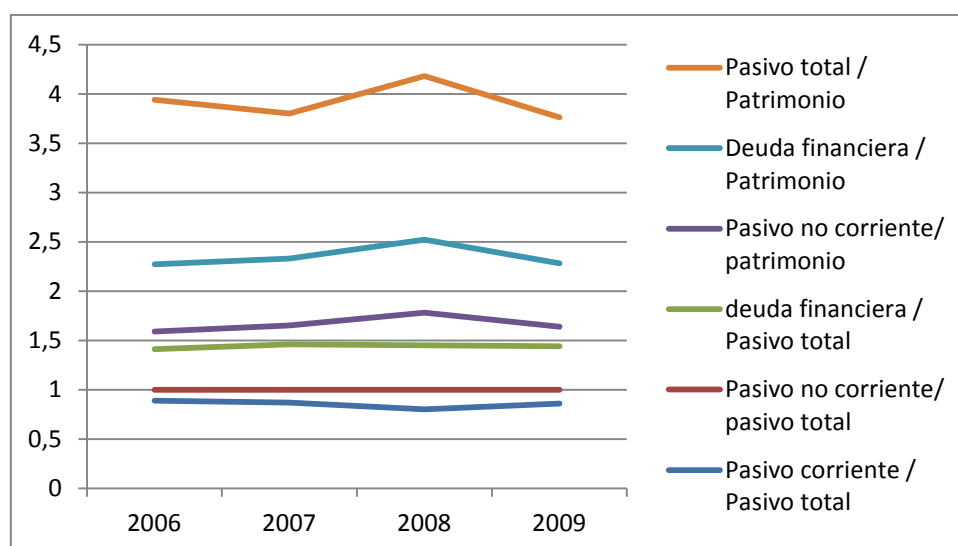


Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

Los índices de solidez financiera y patrimonial mantiene una tendencia variable del 1.66 veces de diciembre del 2008 a 1.48 veces a diciembre del 2009 lo que demuestra su ajustada capacidad para hacer frente a sus obligaciones con recursos propios.

Gráfico 17 Análisis Índice de Solvencia Industria Ales
Años 2006 al 2009

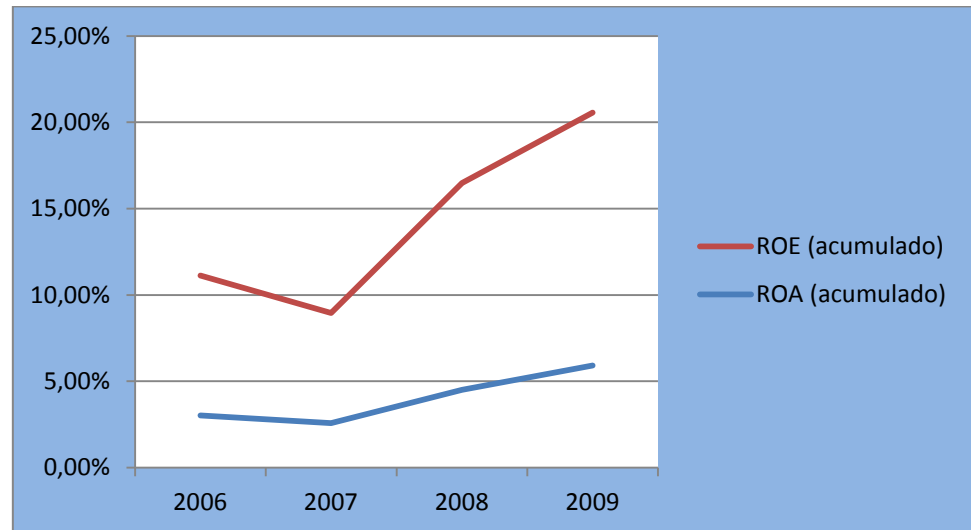


Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

El ROE (utilidad neta/patrimonio) presenta una tendencia decreciente hasta el año 2007 observándose un cambio en la tendencia a partir del año 2008, de igual manera el ROA (utilidad neta/activos totales) registra una tendencia al alza a partir de diciembre del 2008.

Gráfico 18 Índices de Rentabilidad de Industrias Ales
Año 2006 al 2009



Fuente: Industrias Ales C.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

3.2 Esquema utilizado en el Proceso de Titularización de Flujos de Industrias Ales

3.2.1 Comparecientes

El Fideicomiso de Titularización de Flujos Industrias Ales fue constituido con fecha 28 de Mayo del 2008 ante la Notaria Primera del Cantón Quito, este proceso fue aprobado por la Superintendencia de Compañías el 12 de Septiembre del 2008 y fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores el 26 de Septiembre del 2008.

Los comparecientes del Fideicomiso son:

Originador: Industrias Ales C.A.

Beneficiario: Industrias Ales C.A.

Agente de Manejo: Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A.

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Estructurador Financiero: Accival Acciones y Valores Casa de Valores S.A.

Agente Pagador: Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A.

A continuación se presenta una breve descripción de los comparecientes del proceso de Titularización:

Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A. Fiduciaria del Ecuador.- Fue constituida mediante escritura pública otorgada el 26 de febrero del 2003 ante el Notario 38 del Cantón de Guayaquil, teniendo como objeto social la Administración de Negocios Fiduciarios. Su constitución fue aprobada mediante Resolución No. 03-G-IMV-0001705 del 10 de Marzo del 2003.

Profilegal Cía. Ltda. .- Se constituyó el 18 de Agosto del 2004 ante la Notaría 29 del Cantón Quito, con el objeto de prestar servicios de asesoría legal, tributaria, contable, en recursos humanos, en comercio exterior, en sistemas administrativos.

Accival Acciones y Valores Casa de Valores S.A.- Se constituyó el 3 de Marzo de 2006 ante la Notaría 25 del Cantón Quito, cuyo objeto social es la intermediación de Valores y con la finalidad de operar de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes en el mercado bursátil y extrabursátil, administrar portafolios de valores o dinero de terceros para invertirlos.

3.2.2 Características Generales de la Emisión de Valores

3.2.2.1 Monto titularizado

Según lo establecido en el Art. 143 de la Ley de Mercado de Valores, el activo a ser titularizado puede ser el Activo susceptible de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, por lo tanto en el proceso de Titularización emprendido por Industrias Ales, es el Derecho de Cobro por la totalidad de las ventas que se realiza en favor de los clientes seleccionados: Corporación Favorita C.A.; Importadora El Rosado S.A. (Mi Comisariato); Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed FYBECA; Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía); Mega Santa María S.C.C. (Supermercados Santa María); éstos derechos de cobro siempre serán superiores al 140% de los valores a emitirse en el proceso de titularización

Se seleccionó estos clientes porque han demostrado un buen comportamiento de ventas con una alta estabilidad y cuyo nivel de ventas tiene una muy alta capacidad de generación de flujos.

Corporación Favorita C.A. entre su amplia gama de productos y servicios, cuenta con 4 cadenas de autoservicios, Supermaxi con 29 locales a nivel nacional en los que se ofertan más de 16.000 items. Megamaxi: además del servicio de supermercado cuenta con secciones de ropa, electrodomésticos, audio y video, ferretería, entre otros. Existen 8 locales a nivel nacional. Comisariato Aki: es una cadena de

supermercados populares, existen 33 locales a nivel nacional. Gran Aki: cuentan con cinco locales a nivel nacional.

Importadora El Rosado S.A. entre su amplia gama de productos y servicios, cuenta en la actualidad con los autoservicios MI COMISARIATO e HIPER-MARKET, con locales a nivel nacional y en constante expansión

Farcomed, Farmacias FYBECA se ha posicionado como una cadena de farmacias que cambió el sistema tradicional de venta por mostrador, por el de autoservicio.

Almacenes Tía, su actividad principal está dedicada a la venta al detalle y consiste en vender productos al Consumidor Final a través de establecimientos de autoservicio, actualmente cuenta con 112 locales distribuidos en 56 ciudades y 18 provincias

Mega Santa María, la empresa se dedica a la venta de productos de consumo masivo al detalle, mediante la distribución de productos en supermercados

El Derecho de cobro aportado al Fideicomiso a la fecha de constitución del Fideicomiso fue de USD 9 millones

El Estructurador Financiero realizó una proyección de las cuentas por cobrar y ventas para los 18 meses de la titularización, aplicando el crecimiento promedio mensual. Un detalle de la proyección realizada es la siguiente:

Cuadro 8. Flujo Proyectado Industrias Ales
(en dólares de los Estados Unidos de América)

	Flujo Proyectado
Mes 1	5.398.468
Mes 2	3.971.925
Mes 3	3.544.128
Mes 4	4.033.455
Mes 5	4.620.181
Mes 6	4.063.278
Mes 7	4.378.874
Mes 8	4.892.057
Mes 9	6.084.186
Mes 10	6.728.831
Mes 11	5.379.220
Mes 12	5.807.834
Mes 13	8.429.924
Mes 14	6.302.130
Mes 15	5.715.461
Mes 16	6.427.328
Mes 17	7.278.622
Mes 18	6.517.040
Promedio	5.531.830
Desv. Estandar	1.307.463
Indice Desv.	23,64%

Fuente: Accival Casa de Valores S.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

3.2.2.2 Plazo, tasa de interés, periodicidad de pagos

El Plazo de la oferta pública es de 9 meses calendario contados a partir de la fecha de autorización de la titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, autorización que fue emitida mediante

Resolución No. 08.G.IMV.6106 del 12 de Septiembre del 2008.

El monto de la Emisión es de hasta USD 50 millones. El monto mínimo de la inversión fue de 100.000,00 (Cien Mil Dólares de los Estados Unidos de América), de cada una de las series y clases en las que se divide la emisión.

Cabe indicar que la emisión pudo alcanzar hasta USD 50 millones durante todo el proceso, inicialmente se emitieron títulos por USD 7.5 millones, la emisión correspondió a 3 series de USD 2.5 millones cada uno y 18 clases, sin embargo, en todo momento el saldo insoluto de los títulos en circulación sería de hasta USD 7.5 millones.

De acuerdo a lo establecido por el Consejo Nacional de Valores, el monto máximo a titularizarse es el 90% del valor actual de los flujos, lo cual se demuestra en el siguiente análisis.

Cuadro 9 Análisis del Monto máximo a titularizarse
(en dólares de los Estados Unidos de América)

	Flujo	VAN	90% VAN	Monto Max titularización
Mes 1	5.398.468	12.678.575	11.410.718	7.500.000
Mes 2	3.971.925	11.321.725	10.189.552	7.500.000
Mes 3	3.544.128	11.947.319	10.752.587	7.500.000
Mes 4	4.033.455	12.466.442	11.219.798	7.500.000
Mes 5	4.620.181	12.807.743	11.526.969	7.500.000
Mes 6	4.063.278	13.063.823	11.757.440	7.500.000
Mes 7	4.378.874	15.036.434	13.532.790	7.500.000
Mes 8	4.892.057	17.338.861	15.604.975	7.500.000
Mes 9	6.084.186	17.841.210	16.057.089	7.500.000
Mes 10	6.728.831	17.572.463	15.815.217	7.500.000
Mes 11	5.379.220	19.201.358	17.281.222	7.500.000
Mes 12	5.807.834	20.130.936	18.117.843	7.500.000
Mes 13	8.429.924	20.071.782	18.064.604	7.500.000
Mes 14	6.302.130	18.080.878	16.272.790	7.500.000
Mes 15	5.715.461	19.024.116	17.121.704	7.500.000
Mes 16	6.427.328	19.824.271	17.841.844	7.500.000
Mes 17	7.278.622	20.415.087	18.373.578	7.500.000
Mes 18	6.517.040	20.918.530	18.826.767	7.500.000

Fuente: Informe de Estructuración Financiera

Elaborado por: María Belén López

Tal como se observa, el monto a titularizarse no excede el 90% del valor actual de los flujos previstos, descontados a una tasa del 12%.

Según lo estipulado en el Prospecto de Oferta Pública la amortización de capital y pago de intereses, constan en el siguiente cuadro:

SERIE A:

Denominación: VTC- ALES PRIMERA-SERIE A

Monto: 2'500,000.00 dólares

Plazo: 30 días

Tasa de Interés: Cupón 0.00% (cero por ciento)

Amortización de Capital: Al Vencimiento

SERIE B:

Denominación: VTC- ALES PRIMERA- SERIE B

Monto: 2'500,000.00 dólares

Plazo: 60 días

Tasa de Interés: Cupón 0.00% (cero por ciento)

Amortización de Capital: Al Vencimiento

SERIE C:

Denominación: VTC- ALES PRIMERA-SERIE C

Monto: 2'500,000.00 dólares

Plazo: 90 días

Tasa de Interés: Cupón 0.00% (cero por ciento)

Amortización de Capital: Al Vencimiento

En este proceso de Titularización los valores a emitirse no tienen una tasa de interés fija o variable sino que el rendimiento está fijado en base al descuento otorgado al momento de compra.

La Tasa de Descuento es la diferencia expresada en términos porcentuales, entre el precio que se paga por un título y su Valor nominal. Por ejm. Se cancela USD 9.000 por un título que se espera recibir USD 10.000 al finalizar el tiempo establecido en el título, por lo tanto la cantidad de USD 1.000 (que es la diferencia entre el valor cancelado y el valor que se recibirá) corresponde al rendimiento recibido. La Tasa de Descuento está determinada por el tiempo y el rendimiento.

Este proceso de Titularización obtuvo una calificación de riesgo “AAA-“otorgada por Pacific Credit Rating S.A.

Un detalle de los valores colocados es el siguiente:

Cuadro 10 Valores Colocados por Industrias Ales en la Primera Titularización de Flujos Futuros

FECHA	TITULO	PRECIO	REND NOMIN AL	PLA ZO	V.NOMINAL	VENDEDOR
21-oct-08	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	99,0000	12,1200	30	1.200.000,00	ACCIVAL S.A.
21-oct-08	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	98,0000	11,8500	62	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
21-oct-08	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,0000	12,3700	90	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
20-nov-08	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,0000	12,3700	90	1.800.000,00	ACCIVAL S.A.
22-dic-08	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,0000	12,2400	91	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
20-mar-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,3100	90	1.500.000,00	ACCIVAL S.A.
20-abr-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,1900	91	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
20-jul-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,1900	91	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
17-ago-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,1900	91	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
16-sep-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,3100	90	300.000,00	ACCIVAL S.A.
16-oct-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,3100	90	400.000,00	ACCIVAL S.A.
15-dic-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	11,3100	90	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
16-nov-09	VALORES TITULARIZACION CREDITICIA	97,2500	10,9500	93	2.500.000,00	ACCIVAL S.A.
TOTAL COLOCADO					25.200.000	
TOTAL EMITIDO					50.000.000	

Fuente: Accival Casa de Valores S.A.

Elaborado por: Ma. Belén López

Cabe indicar que en ningún momento estuvo en

circulación más de USD 7.500.000 tal como se demuestra en el siguiente análisis.

En la primera Serie se negoció USD 1.200.000 a 30 días plazo (de los USD 2.500.000 máximos a negociarse).

En la Segunda Serie se negoció USD 2.500.000 a 62 días.

En la Tercera Serie se negoció USD 2.500.000 a 90 días.

4. IDENTIFICACION DE VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS

4.1 Ventajas del proceso de Titularización

Con el propósito de analizar las ventajas del proceso de titularización hemos analizado desde los diferentes puntos de vista de los partícipes de la Titularización.

4.1.1 Ventajas para el Originador

Entre los principales beneficios para el Originador están los siguientes:

- a) La Titularización es una fuente de fondeo menos costosa que el endeudamiento tradicional (préstamos de instituciones financieras) y estos recursos pueden ser utilizados como capital de trabajo. El fondearse a través de la titularización evita el riesgo de las restricciones crediticias de los Bancos en épocas de crisis.

Un breve análisis de las Tasas de Interés Activas Nominales es el siguiente:

**Cuadro 11 Tasas de Interés Activas Nominales del Sistema Financiero
Año 2007 al 2009**

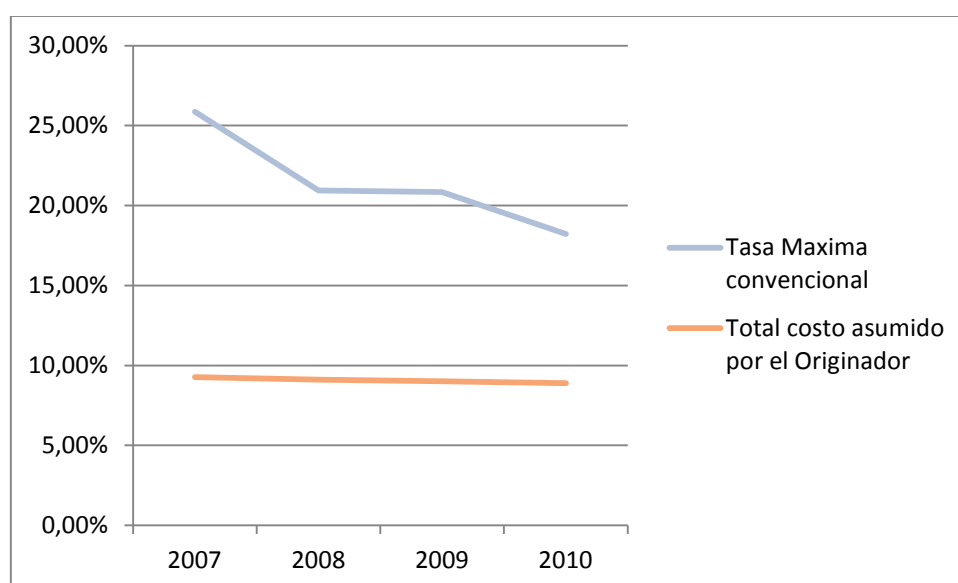
	2007	2008	2009
Bancos	12.82	10.62	10.84
Cooperativas	13.45	10.73	10.71
Mutualistas	13.84	11.24	11.21
Soc. Financ.	15.68	11.07	11.23
Promedio	13.95	10.92	11.00
Tasa Máxima Convencional	16.60	11.83	11.83

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Ma. Belén López

A continuación presentamos un análisis de la comparación de las tasas de interés cobradas por las Instituciones financieras y el costo de la titularización

Gráfico 19 Comparación de las Tasas de Interés cobradas por las Instituciones financieras vs. el costo de la titularización
Año 2007 al 2010



Fuente: Boletines del Banco Central del Ecuador e Industrias Ales

Elaborado por: Ma. Belén López

- b) El Originador obtiene liquidez a través de sus propios activos, sin incrementar sus pasivos, mejorando la estructura del balance, lo cual contribuye a mejorar sus índices de endeudamiento, esto se logra debido a que sus activos son transferidos a un Fideicomiso, a cambio de eso recibe dinero en efectivo, producto de la colocación de los títulos en el mercado bursátil.
- c) Otra ventaja para el Originador es que el respaldo de los títulos valores son los activos transferidos a un patrimonio autónomo aislando el riesgo del Originador, por lo tanto se obtiene una calificación de riesgo para los títulos valores,

independiente de la calificación que obtenga el Originador, a continuación un análisis de las calificaciones obtenidas por algunas instituciones financieras y la calificación de sus procesos de titularización.

Cuadro 12 Análisis de las Calificaciones de Riesgo de Instituciones Financieras Año 2009

No.	INSTITUCION FINANCIERA	CALIFICACION DE RIESGO	FIDEICOMISO	CALIFICACION DE RIESGO
1	AMAZONAS S.A.	AA-	FIDEICOMISO MERCANTIL "CUARTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	AAA
2	BOLIVARIANO S.A.	AA+/ AAA-	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO BOLIVARIANO 1	AAA
3	DE MACHALA S.A.	AA	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA-machala	AAA
4	GENERAL RUMIÑAHUI	AA+	FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO GENERAL RUMIÑAHUI 1 BGR 1	AAA
5	PRODUBANCO S.A	AA+ AAA-	FIDEICOMISO PRODUBANCO CARTERA AUTOMOTRIZ CERO UNO (**)	AAA
6	TERRITORIAL S.A.	A-	FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	AAA
7	BANCO PROMERICA S.A.	AA+	FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA BANCO PROMERICA (**)	AAA

Fuente: Superintendencia de Bancos y Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

4.1.2 Ventajas para el Inversionista

El Proceso de Titularización tiene beneficios para el Inversionista, entre los principales se puede citar los siguientes:

- a) El inversionista cuenta en el mercado con una gran gama de alternativas de inversión, lo cual le permite diversificar el riesgo, entre las principales inversiones están: certificados

de depósitos a plazo, fondos de inversión, títulos de emisión de obligaciones, títulos de emisión de papel comercial, títulos emitidos en procesos de titularización, compra venta de bienes, etc

- b) El inversionista cuenta con una herramienta de inversión de mayor seguridad puesto que los activos aportados al patrimonio autónomo del fideicomiso son los mejores activos que posee el Originador, adicionalmente estos activos están respaldados en una calificación de riesgo realizado por un tercero independiente (la Calificadora de Riesgo), la misma que se va actualizando de manera semestral, según lo dispuesto en la legislación vigente. Si bien es cierto el rendimiento que genera los títulos producto de un proceso de Emisión de Obligaciones son similares al de las titularizaciones, cuentan con una garantía dada por el Originador y no por los activos del Fideicomiso, por lo expuesto en una titularización el riesgo es moderado puesto que existe el aislamiento del Originador del activo generador de flujos, adicionalmente existe una auditoría externa realizada por una auditora calificada y autorizada por la Superintendencia de Compañías así como también un mecanismo de garantía que asegura el pago a los inversionistas y un Comité de Vigilancia nombrado por los inversionistas que hacen el seguimiento al proceso de titularización y la recaudación de flujo y pago a los inversionistas y que se cumplan con las instrucciones del Fideicomiso.

De acuerdo a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores “Los mecanismos de garantía deben cubrir al menos el 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda. En el caso de contar con dos garantías o más,

todas en su conjunto deberán cubrir la relación antes señalada. Si una de las garantías es una garantía subsidiaria, esta última no será considerada para este cálculo, pues la misma deberá cubrir la totalidad de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

Sin perjuicio de lo establecido en el párrafo anterior, en el caso de la Titularización de Flujos Futuros de fondos o de bienes que se espera que existan, se deberá contar con la garantía subsidiaria del originador, con el patrimonio de propósito exclusivo, por la cual se comprometa a cumplir totalmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, contando además con cualquiera de los otros mecanismos de garantía de los definidos en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores”.

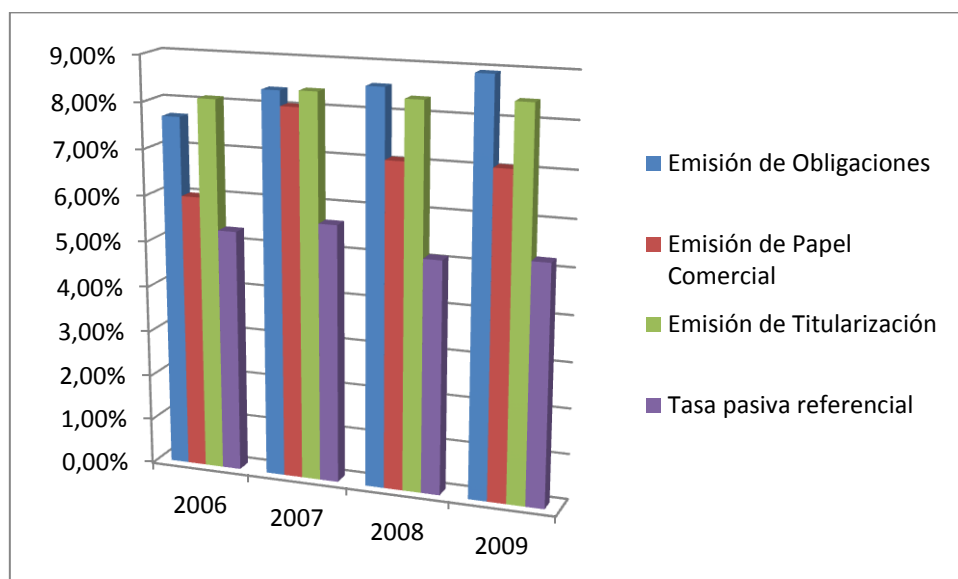
c) Los títulos emitidos en un proceso de titularización tienen una mayor rentabilidad que otras inversiones tales como certificados de depósitos a plazo, depósitos a la vista y fondos de inversión. Es importante mencionar que el inversionista conocerá el flujo de caja que recibirá por su inversión tanto de capital como de inversión y la fecha que los recibirá, lo cual no sucede en inversiones a riesgo como son las acciones, fondos de inversión, compra venta de bienes o cualquier negocio que emprenda el inversionista.

Un análisis de las tasas de rentabilidad se presenta a continuación:

Gráfico 20 Análisis de las tasas de rentabilidad de las Emisiones de

Obligaciones, Papel Comercial y Titularizaciones

Años 2006 - 2009



Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

- d) Otra ventaja desde el punto de vista de inversionista es que su rentabilidad está exenta del pago de impuesto a la renta, ya que es una inversión a largo plazo, de acuerdo a lo dispuesto en la Ley de Régimen Tributario interno en su Art. 15.

4.2 Desventajas del proceso de titularización

A continuación detallo ciertas desventajas del Proceso de Titularización

4.2.1 Desventajas para el Originador:

Una desventaja para el Originador es que en el país aún existe un mercado limitado para la inversión en distintos papeles a los emitidos por las Instituciones Financieras, repercutiendo en la existencia de un financiamiento incierto toda vez que no se

tiene certeza de la colocación total de la emisión.

De acuerdo a lo establecido en la Reforma de la Codificación de Resoluciones Emitidas por el Consejo Nacional de Valores publicada en el Registro Oficial No. 227 del 2 de Julio de 2010, se establece un límite del monto a titularizarse ya que no puede exceder el 50% del valor actual de los flujos previstos, adicionalmente se establece que el monto de la titularización no puede exceder el 80% de los activos libres de gravamen del emisor, lo cual va dirigido únicamente a las grandes empresas, tales como los industriales, toda vez que existen empresas de servicios que no disponen de una gran cantidad de activos limitando su incursión en el mercado bursátil.

“En el caso de titularización de flujos futuros de fondos provenientes de bienes que se espera que existan, el valor de la emisión no excederá del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos requeridos, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. De igual manera no podrá exceder del ochenta por ciento de los activos libres de gravamen del originador. Para el cálculo de los activos libres de gravamen del originador se deberá disminuir el saldo insoluto de los valores de deuda emitido o avalado por el mismo, así como los valores de titularización en circulación de los procesos en los que haya actuado como originador y los activos en litigio. Esta relación deberá mantenerse durante la vigencia de los valores emitidos.”.

4.2.2 Desventajas para el Inversionista

Los mayores inversionistas de un proceso de Titularización son grandes empresas del sector público o instituciones financieras principalmente el IESS, puesto que los pequeños inversionistas no pueden acceder a este mercado porque los montos de los títulos son superiores a USD 1.000 o USD 5.000 y la rentabilidad se ve disminuida por los costos de las comisiones que cobran las Casas de Valores, las Administradoras de Fondos y Fideicomisos y las Bolsas de Valores del país.

Otra desventaja es que el mercado secundario en el país no está desarrollado, lo cual incide a que el comprador inicial de un título valor se quede con su inversión hasta el vencimiento, es decir se convierte únicamente en una inversión a largo plazo.

4.3 Ventajas y desventajas de otras fuentes de financiamiento

Dentro del Mercado Bursátil existen otras fuentes de financiamiento tales como el Factoring, Préstamos bancarios, Emisión de Obligaciones, las cuales analizaremos a continuación:

Factoring, consiste en que una persona o empresa cede los créditos derivados de su actividad comercial a otra, por lo tanto su cartera se convierte en activos líquidos.

Entre las desventajas en este financiamiento está que la tasa de financiamiento es alta, se convierte en un financiamiento a corto plazo y no existe una legislación que regule esta negociación.

Préstamo bancario, las empresas obtienen el financiamiento de acuerdo a sus necesidades ya sea a corto o largo plazo, lo importante de este mecanismo es que no se pierde la titularidad de los activos, puede existir una pre cancelación de los créditos o refinanciamiento de ser el caso. Como desventaja está el alto costo financiero, la formalidad que requieren los bancos para contratar los créditos, garantías, sobrecolaterales o codeudores van a depender del monto financiado lo cual muchas veces repercute en el excesivo colateral para las Instituciones Financieras, en época de crisis económicas se restringen los créditos y las líneas de crédito dependen del patrimonio técnico.

Emisión de obligaciones, genera una rentabilidad parecida al proceso de Titularización, cuenta con una calificación de riesgo y mantiene garantías, lo cual significa una desventaja ya que se convierte en una camisa de fuerzas para el Originador porque se somete a mantener ciertos índices financieros y por lo tanto ser más cauto en la administración de la empresa, según se explica a continuación:

De acuerdo a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores en su Art. 162, las Emisiones de Obligaciones deben contar con una garantía general o una garantía específica. La Garantía General está dada por la totalidad de los activos del emisor que no estén afectados por una garantía específica, mientras que la Garantía Específica es aquella de carácter real o personal que garantiza el pago del capital, de los intereses o de ambos de las emisiones y puede ser flujo de fondos, hipoteca, prenda, cartas de crédito, etc.

El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen, la relación porcentual deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones.

Adicionalmente en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, se incluyen que la Emisión de Obligaciones debe contar con respaldos adoptados por parte de la Junta General de Socios o Accionistas tales como:

1. Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación

CAPITULO V

5. EVALUACION DEL PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS

5.1 Comparación de metas previstas versus metas alcanzadas

Con el propósito de evaluar la aceptación y eficacia de los procesos de Titularización de Flujos Futuros en el país, hemos procedido a realizar un análisis de los títulos emitidos vs. los títulos colocados o negociados desde el año 2006 al 2010, siendo el monto emitido el valor aprobado en el prospecto de Oferta Pública y los títulos colocados, el valor adquirido por los Inversionistas y negociado en las Bolsas de Quito y Guayaquil.

Cuadro 13 Análisis de los Montos Emitidos vs. los Montos Colocados
En Millones de Dólares
Años 2006 - 2010

Año	Monto emitido	Monto colocado	Diferencia	%
2006	337.121	317.362	19.759	6%
2007	201.110	196.357	4.753	2%
2008	560.866	506.773	54.093	10%
2009	495.400	494.020	1.380	0%
2010	220.716	198.517	22.199	10%
TOTAL	1.815.213	1.713.029	102.184	6%

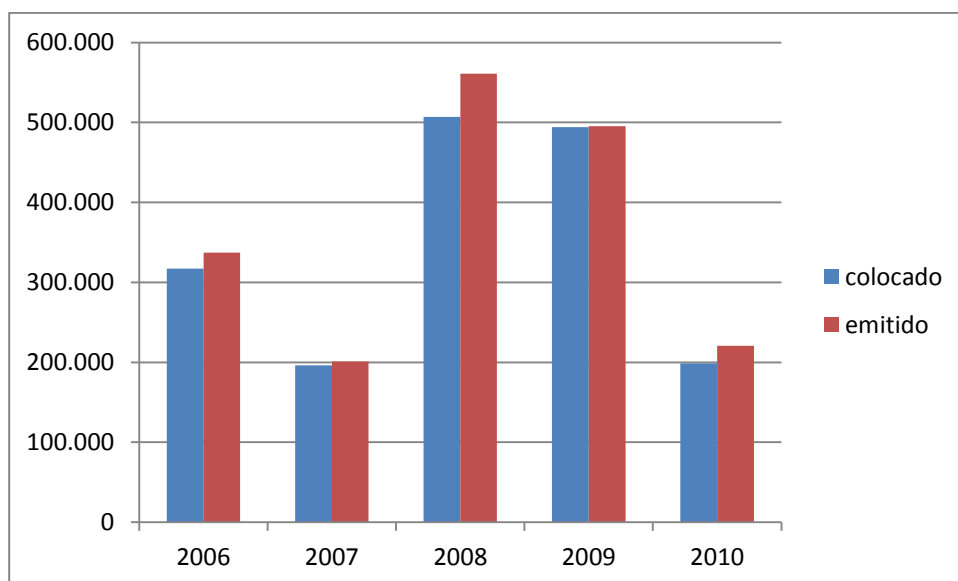
Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

Una vez realizado dicho análisis se puede concluir que los títulos producto de un proceso de Titularización tienen mucha acogida y demanda en el Mercado de Valores, debido a la confianza de los inversionistas en el mercado bursátil y a la difusión de esta herramienta de inversión.

A continuación se presenta un gráfico del análisis efectuado.

**Gráfico 21 Análisis de los Montos emitidos y montos colocados en los
Procesos de titularización
Años 2006 - 2010**



Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

Al analizar el ejemplo citado en el Capítulo III del presente estudio, la Titularización de Flujos futuros de Industrias Ales, obtuvo la autorización para emitir valores por un monto de hasta USD 50 millones y en ningún momento del proceso de titularización, el monto de los valores en circulación podía exceder los USD 7.5 millones, lo cual se cumplió satisfactoriamente y el Originador llegó a colocar USD 25.2 millones, si bien es cierto no se colocó el 100% del monto aprobado en el Prospecto de Oferta Pública, debido a una decisión del Originador, ya que optó por un financiamiento a largo plazo a través de otro fideicomiso de titularización.

Acto seguido se incluye un detalle de los valores colocados en la Titularización de Industrias Ales, en el cual se demuestra que los valores en circulación no excedieron los USD 7.5 millones.

Cuadro 14 Análisis de los Montos Colocados en la Titularización de Flujos Futuros de Industrias Ales

FECHA COMPRA	FECHA VENCIMIENTO	PRECIO	PLAZO	VALOR NOMINAL USD	BOLSA
21-oct-08	20-nov-08	99.00	30	1.200.000,00	BVQ
21-oct-08	22-dic-08	98.00	62	2.500.000,00	BVQ
21-oct-08	19-ene-09	97.00	90	2.500.000,00	BVQ
TOTAL				6.200.000,00	

20-nov-08	18-feb-09	97.00	90	1.800.000,00	BVQ
22-dic-08	23-mar-09	97.00	91	2.500.000,00	BVQ
20-mar-09	18-jun-09	97.25	90	1.500.000,00	BVQ
TOTAL				5.800.000,00	

20-abr-09	20-jul-09	97.25	91	2.500.000,00	BVQ
20-jul-09	19-oct-09	97.25	91	2.500.000,00	BVQ
17-ago-09	16-nov-09	97.25	91	2.500.000,00	BVQ
TOTAL				7.500.000,00	

16-sep-09	15-dic-09	97.25	90	300.000,00	BVQ
16-oct-09	14-ene-10	97.25	90	400.000,00	BVQ
15-dic-09	15-mar-10	97.25	90	2.500.000,00	BVQ
16-nov-09	17-feb-10	97.25	93	2.500.000,00	BVQ
TOTAL				5.700.000,00	

TOTAL COLOCADO **USD 25.200.000**
TOTAL EMITIDO **USD 50.000.000**

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

5.2 Limitaciones del proceso de Titularización

Al analizar la legislación vigente sobre el proceso de Titularización observamos las siguientes limitaciones:

1. De acuerdo a lo establecido en la Reforma de la Codificación de Resoluciones Emitidas por el Consejo Nacional de Valores publicada en el Registro Oficial No. 227 del 2 de Julio de 2010, se establece un límite del monto a titularizarse, el mismo que no puede exceder el 50% del valor actual de los flujos futuros previstos. Adicionalmente se establece que el monto de la titularización no puede exceder el 80% de los activos libres de gravámenes del emisor.

“En el caso de titularización de flujos futuros de fondos provenientes de bienes que se espera que existan, el valor de la emisión no excederá del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos requeridos, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. De igual manera no podrá exceder del ochenta por ciento de los activos libres de gravamen del originador. Para el cálculo de los activos libres de gravamen del originador se deberá disminuir el saldo insoluto de los valores de deuda emitido o avalado por el mismo, así como los valores de titularización en circulación de los procesos en los que haya actuado como

originador y los activos en litigio. Esta relación deberá mantenerse durante la vigencia de los valores emitidos.”.

Con este artículo se limita a que empresas generadoras de servicios que no poseen grandes activos, tales como las Compañías de Seguro no puedan ingresar al mercado bursátil a titularizar sus flujos, a pesar de su capacidad generadora de flujos, por otro lado y en otro sentido existen empresas que tienen suficientes activos ejm. Compañías florícolas que no generan flujos; sin embargo, estas empresas podrían ser originadores de titularizaciones.

2. Los mecanismos de garantía, deben cubrir en 1.5 veces el índice de desviación, de acuerdo a lo establecido en el Art. 17 de la Sección IV del Capítulo V. Mecanismo de Garantía, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

“Los mecanismos de garantía deben cubrir al menos el 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda. En el caso de contar con dos garantías o más, todas en su conjunto deberán cubrir la relación antes señalada. Si una de las garantías es una garantía subsidiaria, esta última no será considerada para este cálculo, pues la misma deberá cubrir la totalidad de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

Sin perjuicio de lo establecido en el párrafo anterior, en el caso de la titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, se deberá contar con la garantía subsidiaria del originador con el patrimonio de propósito exclusivo, por la cual se comprometa a cumplir totalmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, contando además con cualquiera de los

otros mecanismos de garantía de los definidos en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores”.

3. Toda emisión de valores provenientes de un proceso de Titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa, durante el período de vigencia de la emisión, según lo dispuesto en el Art. 19 de la Sección IV del Capítulo V. Titularización, de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores

“Toda emisión de valores provenientes de procesos de titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa, durante el período de vigencia de la emisión.”

Proyecto de Ley de Mercado de Valores propuesto por el Ministerio de Coordinación de la Política Económica

Es importante mencionar que en el Proyecto de la nueva Ley de Mercado de Valores de la manera como está dispuesto, se sugieren los siguientes cambios:

Se establece como único mecanismo para titularizar a los fideicomisos mercantiles y no bajo la figura de fondo colectivo de inversión.

“Art. 162. Titularización.-La titularización se realiza a través de un fideicomiso mercantil cuyo patrimonio autónomo está integrado por bienes generadores de flujos determinables.....”

Se remplace la definición de activo, por el de bienes existentes o derechos adquiridos debidamente documentados, lo cual significa la eliminación tácita de la Titularización de Flujos Futuros.

“Art. 163. Partes esenciales.- 1. Originador: Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidades sociales o públicas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de bienes existentes o derechos adquiridos debidamente documentados, generadores de flujos determinables, susceptibles de ser titularizados.”

“Art. 165 Bienes susceptibles de titularizar.- El proceso de titularización conllevará la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular pueda disponer libremente a partir de: 1. Bienes existentes generadores de flujos futuros; y, 2. Derechos existentes susceptibles de generar flujos futuros determinables.”

En segundo lugar se elimina el exceso de flujos de fondos, como mecanismo de garantía y se incluye a los depósitos en garantía, mediante la siguiente disposición:

“Art. 174 Mecanismos de Garantía para titularizaciones.- Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación, con el objeto de que cubra el índice de desviación o de siniestralidad, según corresponda, de conformidad a las disposiciones de carácter general que establezca el Consejo del Mercado de Valores: 1. Subordinación de la emisión Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital. 2.- Sobrecolateralización Consiste en que el monto de los bienes fideicomitidos, exceda a la cuantía de los valores emitidos, en

forma tal que el exceso cubra el índice de siniestralidad. A la porción excedente se imputarán hasta agotarla los siniestros o faltantes de activos.

3. Depósitos en Garantía.- Es un depósito en efectivo o valores de alta liquidez determinados por el Consejo del Mercado de Valores, cuya finalidad es cubrir desviaciones o distorsiones en el flujo. De producirse esas distorsiones, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas. El depósito en garantía debe cubrir en todo momento el índice de desviación o de siniestralidad de las titularizaciones.

4. Sustitución de activos Consiste en sustituir en el patrimonio de propósito exclusivo, aquellos activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, con otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

5. Contratos de apertura de crédito Son contratos a través de los cuales se dispone, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

6. Garantía o aval Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

7. Garantía bancaria o Póliza de Seguro Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

8. Fideicomiso de Garantía Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto

garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas. Para este caso, el fideicomiso de garantía no podrá ser administrado por la misma fiduciaria que funge como representante legal del patrimonio de propósito exclusivo..”

Se faculta al Consejo de Mercado de Valores, a establecer mecanismos adicionales de Garantía en caso de así considerarlo.

“Art. 175.- Garantía para titularizaciones de derechos existentes que generen flujos futuros.- Adicionalmente a las garantías definidas en el artículo anterior, el Consejo del Mercado de Valores podrá establecer garantías adicionales para los procesos de titularización de derechos existentes que generen flujos futuros.”

Se incluye establecer modelos de negocios sustentados en estudios matemáticos o estadísticos, para determinar los flujos futuros, con lo cual el ente de control busca información más detallada de la proyección de flujos futuros.

“Art. 177.- Disposiciones comunes para procesos de titularización.- Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, el agente de manejo cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación: 1. Establecer modelos de negocios sustentados en estudios matemáticos o estadísticos, para determinar los flujos futuros que se proyectan sean generados por los bienes que existen o por los derechos ya adquiridos que generarán esos flujos futuros....”

Si bien lo señalado anteriormente, estará en discusión al interior de la Asamblea Nacional y pueden producir varios cambios al mismo, esperamos que se reconsidere la eliminación de la Titularización de Flujos Futuros, puesto que es uno de los mecanismos más utilizados por las empresas en los últimos años, para su financiamiento,

alejándose de la intermediación del Sistema Financiero Bancario. A continuación se adjunta un análisis del número de titularizaciones realizadas.

**Cuadro 15 Análisis del Número de Titularizaciones aprobadas en la
Superintendencia de Compañías
Años 2006 - 2009**

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	Total	%
Titularizaciones de Flujos Futuros	2	17%	1	10%	10	42%	15	54%	28	38%
Titularizaciones de Cartera	10	83%	9	90%	14	58%	13	46%	46	62%
TOTAL	12	100%	10	100%	24	100%	28	100%	74	100%

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

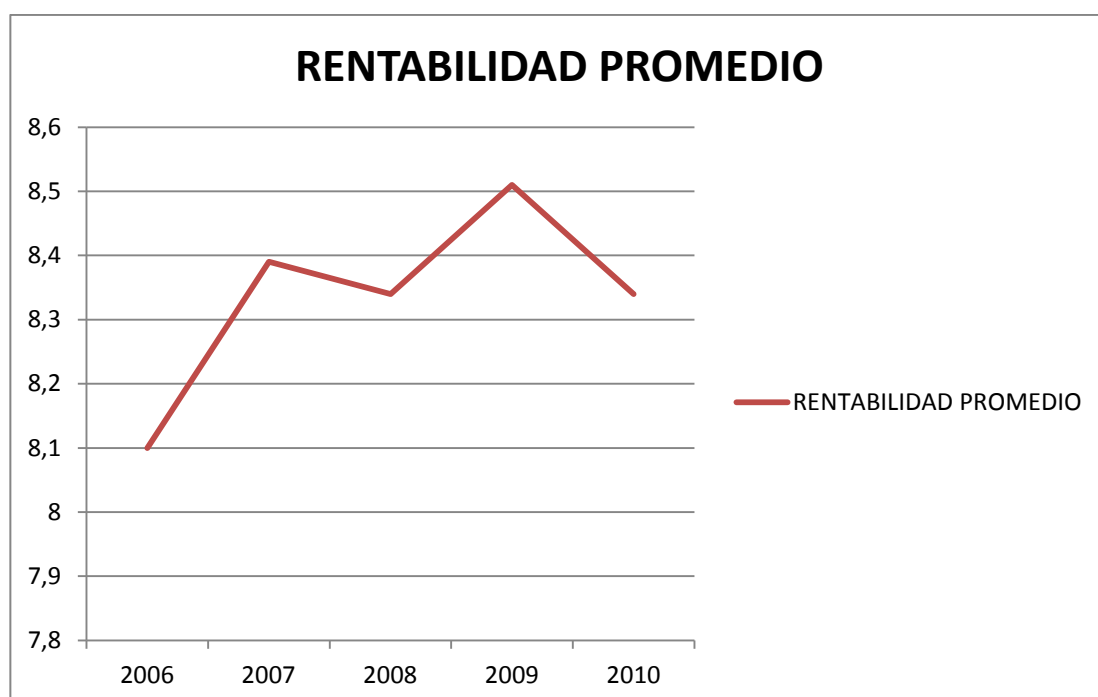
De igual manera es imprescindible indicar que varias empresas han ingresado al Mercado de Valores a pesar de no poseer cartera, quienes han optado por titularizar sus flujos futuros como alternativa de financiamiento, tal es el ejemplo Burger King – Restaurantes Instantes Reinst, Movistar, Peajes Conorte, Terminal Terrestre de Guayaquil.

Adicionalmente la Titularización de Flujos Futuros es una alternativa de fondeo para aquellas empresas que tienen cartera de corto plazo (30 días) tales es el caso de Pronaca, puesto que les permite comprometer sus ventas futuras, así como también financiarse por un valor mayor al que posee en cartera.

5.3 Análisis de la rentabilidad del proceso de titularización

Tal como se ha explicado en el Capítulo IV del presente estudio, las titularizaciones son consideradas como una buena alternativa de inversión, debido a su alto rendimiento, un análisis de la rentabilidad generada en los diferentes procesos de Titularizaciones se presenta a continuación:

Gráfico 22 Análisis de la rentabilidad generada en los procesos de Titularización
Años 2006 - 2010



Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

De acuerdo a lo observado se puede concluir que el rendimiento promedio anual en el período analizado, generado en los procesos de Titularización es del 8,34%.

A continuación se presenta un análisis de la rentabilidad del rendimiento promedio en el período analizado, de las

Titularizaciones clasificadas por actividad económica.

**Cuadro 16 Análisis de la rentabilidad generada en las Titularizaciones
clasificadas por rama de actividad
En porcentaje
Años 2006 - 2010**

Rama de Actividad	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Sector comercial	10.00	8.46	8.72	8.83		9.00
Sector financiero	7.81	8.29	7.89	7.9	8.27	8.03
Sector de servicios	9.13	8.61	8.38	8.53	8.36	8.60
TOTAL	8.98	8.45	8.33	8.42	8.32	8.54

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

Por lo expuesto, se puede concluir que el promedio de las Titularizaciones, clasificadas por rama de actividad a la cual pertenece el Originador, generan una rentabilidad promedio de 8.54%.

Citando el ejemplo de Industrias Ales y analizado en el Capítulo III del presente estudio, el rendimiento promedio que generó esta titularización es del 11.60% lo cual supera ampliamente la tasa pasiva referencial promedio en 7 puntos porcentuales.

**Cuadro 17 Análisis del Rendimiento en la Titularización de Flujos
Futuros de Industrias Ales**

FECHA COMPRA	REND NOMINAL	PLAZO	VALOR NOMINAL
21-oct-08	12.12	30	1.200.000,00
21-oct-08	11.85	62	2.500.000,00
21-oct-08	12.37	90	2.500.000,00
TOTAL			6.200.000,00

20-nov-08	12.37	90	1.800.000,00
22-dic-08	12.24	91	2.500.000,00
20-mar-09	11.31	90	1.500.000,00
TOTAL			5.800.000,00

20-abr-09	11.19	91	2.500.000,00
20-jul-09	11.19	91	2.500.000,00
17-ago-09	11.19	91	2.500.000,00
TOTAL			7.500.000,00

16-sep-09	11.31	90	300.000,00
16-oct-09	11.31	90	400.000,00
15-dic-09	11.31	90	2.500.000,00
16-nov-09	10.95	93	2.500.000,00
TOTAL			5.700.000,00

RENDIMIENTO PROMEDIO **11.60**

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: Ma. Belén López

5.4 Evaluación del impacto del proceso de Titularización desde el punto de vista del beneficiario

Con el propósito de evaluar el impacto del proceso de Titularización

desde el punto de vista del Beneficiario y considerando que una de las ventajas para el Originador, es la obtención de liquidez a través de sus propios activos, hemos procedido a realizar el siguiente ejemplo para demostrar su impacto contable.

Conocemos que el Balance General de una Empresa está compuesto de Activos, Pasivos y Patrimonio y cuentas fuera del Balance (Contingentes y Cuentas de orden). Los activos es lo que posee una empresa y pasivos son los compromisos con terceros o sus propios socios. Cuando una empresa requiere de liquidez puede hacerlo de varias formas:

- i) Que la empresa obtenga un crédito en una entidad financiera, para lo cual, hipoteca o compromete alguno de sus activos. La empresa recibe un dinero en efectivo pero al mismo tiempo crea un pasivo con una entidad financiera o un acreedor, es decir ha movido su activo pero también ha aumentado su pasivo.
- ii) Cuando la compañía decida realizar un aumento de capital, exigiendo a los accionistas que realicen un aporte en efectivo.

En estos ejemplos, el efecto contable ocurre tanto en la parte activa como pasiva o patrimonial, mientras que en una Titularización, el efecto se produce únicamente en el lado del Activo.

Análisis del Impacto Contable para el Originador

- 1.- En el Balance General de la Empresa ABC se, refleja la propiedad de una cartera de clientes por un valor de USD 50.000. Estas cuentas por cobrar son producto de las ventas de productos o servicios que realiza el Originador.

<p style="text-align: center;">Empresa ABC BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009</p>

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	1.000,00	Obligaciones bancarias	70.000,00
Cuentas por cobrar	50.000,00	Cuentas por pagar proveedores	20.000,00
Activos Fijos	100.000,00	TOTAL PASIVOS	90.000,00
		PATRIMONIO	
		Capital accionistas	61.000,00
TOTAL ACTIVOS	151.000,00	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	151.000,00

Elaborado por: Ma. Belén López

2.- Una vez constituido un Fideicomiso Mercantil, con propósito de titularización, el Originador aporta al Fideicomiso mercantil la cartera de clientes por un valor de USD 40.000, por lo tanto ya no tiene cuentas por cobrar por dicho valor sino Derechos Fiduciarios.

Empresa ABC BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009			
ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	1.000,00	Obligaciones bancarias	70.000,00
Derechos fiduciarios	40.000,00	Cuentas por pagar proveedores	20.000,00
Cuentas por cobrar	10.000,00	TOTAL PASIVOS	90.000,00
Activos Fijos	100.000,00		
		PATRIMONIO	
		Capital accionistas	61.000,00
TOTAL ACTIVOS	151.000,00	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	151.000,00

Elaborado por: Ma. Belén López

3.- Cuando los derechos fiduciarios o los títulos son puestos en el mercado y se convierten en efectivo, el Originador cancela los

pasivos que mantenía con la Institución Financiera, cuyo efecto se observa al disminuirse los derechos fiduciarios y las obligaciones bancarias.

<p style="text-align: center;">Empresa ABC BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009</p>			
ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	1.000,00	Obligaciones bancarias	30.000,00
Derechos fiduciarios	-	Cuentas por pagar proveedores	20.000,00
Cuentas por cobrar	10.000,00	TOTAL PASIVOS	50.000,00
Activos Fijos	100.000,00		
		PATRIMONIO	
		Capital accionistas	61.000,00
TOTAL ACTIVOS	111.000,00	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	111.000,00

Elaborado por: Ma. Belén López

En el ejemplo citado, se observa que el Originador recibió recursos sin aumentar pasivos y con dichos recursos canceló su crédito bancario, lo cual le permite mejorar sus índices financieros mediante la optimización del efectivo, por lo tanto la Titularización es considerada como una herramienta de fondeo eficaz.

Por otro lado, en el Estado de Pérdidas y Ganancias se continúa registrando el Ingreso correspondiente al giro de negocio del Originador, el cual le permitirá generar los flujos futuros a titularizarse.

Efecto Tributario

De acuerdo a lo establecido en el anterior Reglamento de Régimen

Tributario Interno en su Art. 64, la declaración y pago anual del impuesto a la renta de los fideicomisos, podía ser transferido a los beneficiarios del fideicomiso, debiendo éstos declarar y pagar el impuesto a la renta, en este caso la administradora de fondos y fideicomisos en representación del fideicomiso, debía realizar una declaración informativa de acuerdo a los requerimientos del ente regulador.

Un análisis del efecto tributario con el anterior Reglamento, se describe a continuación:

Originador		Fideicomiso		Consolidado	
Utilidad neta	6.800.00	Gasto financiero	2.000.00	Utilidad neta	6.800.00
				(-)Gasto financiero	<u>2.000.00</u>
Impuesto a la renta	<u>1.700.00</u>	Impuesto a la renta	<u>-</u>	Utilidad gravable	4.800.00
				Impuesto a la renta	<u>1.200.00</u>

Elaborado por: Ma. Belén López

Tal como observamos en el ejemplo anterior, el Originador registra en el Ingreso el producto de las ventas de productos o servicios; sin embargo, el gasto por los intereses que se cancela a los inversionistas los registra el fideicomiso, por lo que el Originador consolidaba sus resultados (con propósitos tributarios) con el Fideicomiso y procedía con la declaración y pago del impuesto a la renta.

Con fecha 8 de Junio del 2010, esta disposición fue modificada y el Fideicomiso es el único responsable de declarar y cancelar el

Impuesto a la Renta

“Art. 68.- Liquidación del Impuesto a la Renta de los fideicomisos mercantiles y fondos de inversión.- Los fideicomisos mercantiles y los fondos de inversión legalmente constituidos, en cualquier caso, deberán liquidar y pagar el Impuesto a la Renta que corresponda a las sociedades, de acuerdo con las normas generales.”

Por lo tanto, el Originador de una Titularización tendrá una mayor carga impositiva, afectando la viabilidad de la titularización debido al costo implícito.

5.5 Identificación de problemas en los procesos de Titularización

Con el objetivo de identificar los inconvenientes del proceso de Titularización, analizaremos en primer lugar los procesos, procedimientos, actividades y tareas a seguir para realizar una titularización.

- La Gerencia decide implantar la figura de titularización como una fuente de financiamiento empresarial.
- Obtiene la aprobación de la Junta General de Accionistas o Socios para iniciar el proceso de titularización.
- Contrata los servicios del Asesor legal para que diseñe el modelo de la titularización.
- Contrata los servicios del Estructurador Financiero para que analice el monto a titularizar, series, garantías, proyección de los flujos, etc.
- Contrata a una Calificadora de Riesgos, para que otorgue una calificación a los títulos valores a emitirse.
- Contrata los servicios de una Administradora de Fondos y Fideicomisos, para que sea el representante legal del

Fideicomiso y por ende el Agente de Manejo de la Titularización.

- El Asesor legal recopila toda la información legal y financiera para obtener la aprobación del Prospecto de Oferta Pública en la Superintendencia de Compañías.
- Obtiene la aprobación de la emisión de los títulos en cualquiera de las Bolsas de Valores del país.

Como ejemplo, adjuntamos copia de la parte pertinente del prospecto de Oferta Pública de la Titularización de Industrias Ales, en la cual se observan los actores:

Agente de Manejo - Morgan& Morgan Fiduciary & Trust Corporation S.A.

Calificadora de Riesgo, Ecuability S.A. y la calificación obtenida fue de AAA-

Estructurador financiero - Accival – Acciones y Valores Casa de Valores S.A.

Estructurador legal - Profilegal Cía. Ltda.

Adicionalmente incluimos las fechas de las autorizaciones:

La fecha de autorización de la Oferta Pública en la Superintendencia de Compañías es el 12 de Septiembre del 2008

Fecha de inscripción del Fideicomiso en el Registro de Mercado de Valores es el 26 de Septiembre del 2008

Fecha de inscripción de los VTC en el Registro de Mercado de Valores es el 26 de Septiembre del 2008

Fecha de inscripción del Fideicomiso como Emisor en el Registro de Mercado de Valores es el 26 de Septiembre del 2008

PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA

Industrias Ales C.A.

**Morgan & Morgan,
Fiduciary & Trust
Corporation S.A.
"Fiduciaria del Ecuador"**

ORIGINADOR

**AGENTE DE MANEJO Y
AGENTE DE PAGO**

**FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE
"FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS –
INDUSTRIAS ALES"**

VALORES DE CONTENIDO CREDITICIO

(La emisión comprenderá tres series y 18 clases)

MONTO DE LA EMISIÓN

US\$ 50'000.000

(Cincuenta millones de Dólares de los Estados Unidos de América)

**CALIFICACIÓN AAA-
ECUABILITY S.A. CALIFICADORA DE RIESGO**

**Accival – Acciones y Valores
Casa de Valores S.A.**

Profilegal Cía. Ltda.

ESTRUCTURADOR FINANCIERO

ESTRUCTURADOR LEGAL

Resolución No. 08-G-IMV-0006106 de Septiembre 12 de 2008
de la Superintendencia de Compañías que autoriza la Oferta Pública

Inscripciones en el Registro del Mercado de Valores

Fideicomiso Mercantil
Como Emisor
VTC-ALES

No. 2008-2-13-00573 de Septiembre 26 de 2008.
No. 2008-2-01-00348 de Septiembre 26 de 2008.
No. 2008-2-02-00665 de Septiembre 26 de 2008.

Clausula de exclusión: La aprobación no implica de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del Consejo Nacional de Valores, recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

Luego de efectuar una revisión a los Procedimientos de una Titularización; citaremos ciertos problemas o dificultades encontrados en este proceso, los cuales detallamos a continuación:

1. Obtener la autorización al Prospecto de Oferta Pública del Fideicomiso en la Superintendencia de Compañías, toma un tiempo mínimo de 2 meses, tal como se demuestra en los siguientes ejemplos:

**Cuadro 18 Análisis del tiempo de aprobación de los procesos de
Titularización**

EMISOR	Fecha de constitución del Fideicomiso	Fecha de aprobación Super Cias	Tiempo de demora
FIDEICOMISO MERCANTIL SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA	03-sep-10	02-dic-10	3 meses
FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE LA COOPERATIVA DE AHORRO Y CREDITO CACPECO	26-nov-07	07-may-08	6 meses
FIDEICOMISO DE TITULARIZACIONES DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES	20-may-08	12-sep-08	4 meses
FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS AZUCARERA VALDEZ	28-ago-09	04-dic-09	3 meses
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS PRODUCTOS DE LA FABRIL	13-oct-08	22-dic-08	2 meses
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA VIVIENDA BANCO PROMERICA	29-may-09	30-sep-09	4 meses
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS TELCONET	24-abr-09	06-ago-09	3 meses
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ECUAFARMACIAS I	13-may-09	06-jul-09	2 meses
FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS INTEROC	23-mar-09	27-may-09	2 meses
PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - IIASA	15-dic-08	24-mar-09	3 meses
FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS MOVISTAR	26-ene-09	12-mar-09	2 meses
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN SINDICADA FLUJOS-CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA	29-dic-09	25-feb-10	2 meses

Fuente: Prospectos de Oferta Pública

Elaborado por: Ma. Belén López

Esta demora, a criterio de los funcionarios de la Superintendencia de Compañías, obedece a la falta de personal, puesto que se encargan de revisar prospectos de

Oferta Pública, tanto de Emisiones de Obligaciones, de Papel comercial y Titularizaciones, lo cual implica una carga operativa excesiva.

2. La tasa de interés de las titularizaciones, no se ajustan al nivel de riesgo, toda vez que existen procesos que tienen una calificación de riesgo AAA, AAA- y AA y que generan la misma tasa de interés.
3. Los títulos producto de los procesos de titularizaciones están dirigidos a grandes inversionistas tales como el IESS, ISSFA, ISSPOL.
4. La Superintendencia de compañías propende a que los títulos tengan una calificación triple A, a fin de que sean colocados en un 100%.

5.6 Normativa Internacional de las Titularizaciones

La Titularización presenta varias denominaciones en Latinoamérica: Securitización (Chile), Titulización (España), Bursatilización (México); donde el concepto responde básicamente a una estructuración financiera de los flujos de caja provenientes de los activos que respaldarán la emisión de valores en el mercado bursátil.

El origen de la Titularización proviene de los Estados Unidos y se realizó inicialmente como préstamos con garantía hipotecaria. El mercado de capitales de los Estados Unidos, muestra una amplia variedad de activos titularizados lo cual demuestra la evolución de la titularización para generar una amplia gama de valores e inversionistas.

La Titularización ha sido utilizada en América Latina, desde finales de los años 80 debido a la necesidad de recursos a largo plazo y a costos más bajos.

Un breve análisis de las regulaciones en América Latina, se presenta a continuación:

Colombia

En Colombia, la Titularización tiene su origen en el año 1937, fecha en la cual la Superintendencia de Bancos autorizaba a los bancos, en su dependencia de fiducia, para movilizar los bienes inmuebles, esto es, convertir estos activos en títulos valor, y establecía que el valor del título debería ser solamente del 50% del valor del inmueble. Posteriormente en el año 1993 se promulgo la ley 35 y en el año 1995 la Resolución 400 de la Superintendencia de Valores.

En esta resolución se enmarcan todos los aspectos relacionados con:

- Disposiciones generales; creación de valor, vías jurídicas, agentes de manejo de titularización, bienes o activos objeto de titularización, nuevos instrumentos financieros, negociación, nuevos valores (inscripción en la Bolsa de Valores e intermedios, que sean susceptibles de ser colocados mediante oferta pública, que incorporen derechos de participación o de contenido).
- Mecanismos de Estructuración mediante contratos de fiducia mercantil irrevocable o constitución de Fondos Comunes o Unidades de participación en fondos especiales.

- Titularización inmobiliaria (definiciones) Titularización de un inmueble, Titularización de un proyecto de construcción, agentes de manejo, inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en las Bolsas de Valores.
- Titularización de un inmueble: Reglas particulares (requisitos), títulos de deuda con garantía inmobiliaria.

Argentina

La Titularización o la Securitización de Activos tomó impulso en Argentina durante el año 1995.

Las principales herramientas jurídicas que sostienen el mecanismo son las siguientes:

La ley nacional N°24.441/95.

La resolución N°290 de la CNV.

La Ley N°24.441/95 se refiere específicamente al régimen de titulización, ellos son: la regulación del Fideicomiso Financiero, las nuevas disposiciones en materia de cesión de créditos, la habilitación legal para la circulación de las letras hipotecarias, la creación de un régimen legal de ejecución hipotecaria extrajudicial que brinda más rapidez al proceso de desalojo de deudores por créditos hipotecarios o prendarios, la creación del Fondo Común Inmobiliario y el régimen impositivo que se pretende dar a la operatoria.

La Resolución N° 290 de la Comisión Nacional de Valores aborda, tanto el tema del Fideicomiso Financiero como el de los Fondos Comunes Cerrados de Créditos, y se reglamenta la actividad de los Fideicomisos Financieros.

Chile

La Securitización en Chile, tiene su origen en el año 1994, con la promulgación de la Ley N°19.301. La citada Ley entre otras materias, incorporó al mercado los títulos de Securitización como una nueva alternativa de inversión estableciendo como vehículo para ello, un tipo de sociedad de giro exclusivo, la sociedad securitizadora, cuya característica principal es su capacidad legal de formar patrimonios separados a partir de la emisión de títulos respaldados por determinados créditos.

La Securitización en Chile está regulada por la Ley N°18.045 de Mercado de Valores. El citado cuerpo legal contempla un título especial referente a las sociedades securitizadoras, en el cual se señalan tanto las características que deben tener dichas sociedades, como también, las formalidades y límites que deben cumplirse en relación con el negocio.

Asimismo, la Ley regula todo lo relativo a los activos subyacentes y a la operatoria; la emisión de los títulos de deuda; los derechos de los tenedores de los títulos; otros participantes que pueden intervenir en el proceso de securitización, como los representantes de los tenedores de bonos y administradores extraordinarios; y la oferta pública de valores e intermediarios.

México

México es uno de los mayores emisores de títulos respaldados por activos en Latinoamérica, el mercado local de bursatilización se desarrolló a partir de 1998, por detrás de países como Chile, Argentina y Colombia, a pesar de que en su legislación desde los años veinte se contempla los certificados de participación fiduciario.

Relaciones Bilaterales

La Superintendencia de Compañías del Ecuador mantiene relaciones bilaterales con algunas entidades similares de América Latina, con el propósito de intercambiar información y experiencias.

Se adjunta información de algunas entidades, en caso de requerir una mayor consulta:

País	Entidad	Página Web
Argentina	Comisión Nacional de Valores de Argentina	www.cnv.gov.ar
Bolivia	Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros	www.spvs.gov.bo
Colombia	Superintendencia Financiera	www.superfinanciera.gov.co
Costa Rica	Superintendencia General de Valores	www.sugeval.fi.cr
Chile	Superintendencia de Valores y Seguros	www.svs.cl
España	Comisión Nacional de Valores de España	www.cnmv.es
El Salvador	Superintendencia de Valores y Seguros	www.superval.gob.sv
Estados Unidos	Securities and Exchange Commission SEC	www.sec.gov
México	Comisión Nacional Bancaria	www.cnbv.gob.mx
Panamá	Comisión Nacional de Valores	www.conaval.gob.pa
Paraguay	Comisión Nacional de Valores de Paraguay	www.pla.net.py/cnv/
Perú	Comisión Nacional	www.conasevnet.go

	Supervisora de empresas y valores de Perú	b.pe
Uruguay	Banco Central de Uruguay	www.bcu.gub.uy
Venezuela	Comisión Nacional de Valores de Venezuela	www.cnv.gov.ve

CAPITULO VI

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1 Conclusiones

El objetivo principal del presente estudio fue demostrar que la Titularización de Flujos Futuros se ha convertido en una alternativa de financiamiento que permitirá un impacto positivo en la situación financiera de las empresas, ante lo cual se ha podido concluir lo siguiente:

- La Titularización es una fuente alternativa de fondeo a través de los activos capaces de generar flujos futuros, financiamiento que se logra sin incrementar los pasivos, contribuyendo a no depender únicamente del financiamiento tradicional (crédito bancario).
- La Titularización permite mejorar la estructura de los Estados Financieros del Originador, puesto que el efecto contable de la Titularización se da en los Activos y el Ingreso que le permite generar los flujos futuros continúa registrándose en el Estado de Pérdidas y Ganancias.
- Desde el punto de vista de inversionista, esta figura es muy beneficiosa ya que el rendimiento de las titularizaciones tuvieron un promedio de 8.34% del 2006 al 2010 comparada con la tasa pasiva referencial del 4.53% en el mismo periodo, lo que le permite al Originador tener la seguridad que estos títulos son una alternativa interesante de inversión en el mercado bursátil.

- Las Titularizaciones cuentan con garantías suficientes e idóneas que garantizan el pago a los inversionistas aislando el riesgo del Originador. La fuente de pago a los inversionistas se encuentra en un patrimonio autónomo independiente del Originador, por lo tanto la titularización es considerada como un mecanismo de bajo riesgo.
- La Titularización promueve el desarrollo del mercado bursátil puesto que en torno a ella convergen varios actores tales como Fiduciaria, Estructurador Financiero, Estructurador Legal, Inversionistas, Depósitos Centralizados de Valores, Originadores, Casas de Valores, Calificadoras de Riesgo y la Bolsa de Valores.
- La Titularización de Flujos Futuros permite lograr el fondeo de empresas que no tienen cartera o generan cartera de clientes de corto plazo, con este mecanismo compromete sus ventas futuras y puede lograr un financiamiento mayor apalancado en sus ingresos por estas ventas futuras que serán recurrentes en el tiempo.
- La Titularización emprendida por Industrias Ales, le permitió cumplir con su objetivo que era obtener liquidez para utilizarlo como capital de trabajo, de tal manera que logró cancelar a su proveedor Procter & Gamble con recursos conseguidos en el mercado bursátil a un costo más bajo.
- Los Fideicomisos Mercantiles con propósitos de titularización están dotados de personería jurídica, de acuerdo a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores, lo cual implica que constituyen un patrimonio autónomo distinto al del Originador, fiduciario y beneficiario, difiriendo de otros países latinoamericanos en donde un Fideicomiso de Titularización forma parte del Fiduciario. De igual manera, en el Ecuador,

los Fideicomisos son considerados como sociedad para fines tributarios y obligados a llevar contabilidad, por lo tanto son sujetos pasivos del impuesto a la renta.

De la hipótesis planteada en el presente estudio, que era la titularización de flujos futuros es una fuente importante de financiamiento empresarial, se puede concluir que esta hipótesis es aceptada, ya que si es una fuente de fondeo empresarial y su costo es menor a la que se incurre en un crédito bancario.

6.2 Recomendaciones

Se ha observado que las Entidades de Control y la Bolsa de Valores han emprendido una cultura de difusión de las operaciones realizadas en el mercado bursátil a nivel estudiantil; sin embargo, creemos que no existen los incentivos suficientes para que las empresas recurran al mercado de valores como primera opción de financiamiento, esto debido al excesivo tiempo que se incurre en la obtención de las aprobaciones en la Superintendencia de Compañías y temor a que no se logre los resultados esperados, por lo que se recomienda mayor agilidad en los trámites, mayor capacitación a nivel empresarial y una mejor forma de difundir los beneficios que genera el mercado bursátil.

Se sugiere crear mecanismos para dinamizar el mercado secundario de valores a fin de que las empresas medianas y pequeñas puedan acceder a la titularización como inversionistas.

Se recomienda a las entidades de control que incluyan como requisito para aprobar un proceso de Titularización de Flujos Futuros, la calificación de riesgo a los Originadores, puesto que son los generadores de flujos futuros y por ende de ellos se desprende la capacidad de pago a los inversionistas de los procesos de

Titularización, esto implica también mayores estándares, controles y seguimiento a las Calificadoras de Riesgo

Así mismo se sugiere revisar las limitaciones establecidas en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, ya que varias empresas no pueden titularizar debido a que sus activos son insuficientes o no cumplen con algún parámetro establecido en la Ley de Mercado de Valores.

Finalmente se recomienda a los funcionarios del Servicio de Rentas Internas que consideren que el Fideicomiso mercantil es una vía para que el Originador cumpla con sus objetivos al momento de titularizar, por lo tanto se debería replantear la posibilidad de que sea el Originador quien cancele el impuesto a la renta del Fideicomiso, ya que siendo un vehículo separa el ingreso del gasto y de esta manera se afecta al Originador ya que el gasto de los intereses no es considerado crédito tributario para el mismo.

BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR <http://www.bce.gob.ec>

BOLSA DE VALORES DE QUITO. Valores de Contenido Crediticio – VTC
Boletín Mensual. Internet.
http://www.ccbvq.com/zhtmls/p_publicaciones/titular.pdf.

BOLSA DE VALORES DE QUITO. Estadísticas Emisión de Obligaciones y
Titularizaciones vigentes. Internet.
http://www.ccbvq.com/zhtmls/p_estadisticas/p_mercado/p_diario/p_oblvigentes.

CODIFICACIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES. Quito, Suplemento
del Registro Oficial 215, 2006.

CODIFICACIÓN DE LAS RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO
NACIONAL DE VALORES. Quito, Registro Oficial Edición Especial 1, 2007.

CUELLO IRIARTE, Gustavo: “El Patrimonio en la fiducia”, en “Nociones
Elementales de Fiducia”, Asociación de Fiduciarias de Colombia - Bogotá, 1994

DOMINGUEZ MARTINEZ, Jorge Alfredo: “El Fideicomiso”. Editorial Porrúa.
Cuarta Edición Actualizada, México, 1994

GUIA ESTUDIANTIL DE MERCADO DE VALORES, Superintendencia de
Compañías, Diciembre 2009

LEY DE MERCADO DE VALORES. Quito, Suplemento del Registro Oficial No.
199, 1993.

PEÑA CASTRILLON, Gilberto: “ La Fiducia en Colombia”. Editorial Temis
Bogotá - Colombia, 1985

PROSPECTOS DE OFERTA PUBLICA DE PROCESOS DE TITULARIZACION

PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES. Quito, Bolsa de Valores de Quito, 2008.

RENGIFO, Ramiro, La Fiducia, la legislación nacional y derecho comparado, 1era edición colección Pequeño Foro, Bogotá, 1984.

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, Consejo Nacional de Valores, La Fiducia; Talleres de la Superintendencia de Compañías, Quito – Ecuador, 1996

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS

ANEXOS

BALANCE GENERAL - INDUSTRIAS ALES C.A.
Activo (miles de dólares)
Análisis Horizontal y Vertical

	Dic-06	%	Dic-07	%	Dic-08	%	Dic-09	%	Variación 06-07	%	Variación 07-08	%	Variación 08-09	%
Disponible e inversiones temporales	846	0.8%	1.355	1.4%	4.626	4.0%	4.532	3.8%	509	60.2%	3.271	241.4%	94	-2.0%
Cuentas por cobrar	24.920	24.9%	25.995	26.7%	31.384	26.9%	28.170	23.3%	1.075	4.3%	5.389	20.7%	3.214	-10.2%
Gastos Anticipados y otras cuentas por cobrar	3.931	3.9%	5.615	5.8%	8.399	7.2%	5.973	4.9%	1.684	42.8%	2.784	49.6%	2.426	-28.9%
Inventarios	21.502	21.5%	13.667	14.0%	20.216	17.3%	24.214	20.1%	7.835	-36.4%	6.549	47.9%	3.998	19.8%
Vencimientos corrientes	-	0.0%	5.624	5.8%	2.000	1.7%	2.000	1.7%	5.624	100.0%	3.624	-64.4%	-	0.0%
Fondos de Fideicomiso	-	0.0%	-	0.0%	268	0.2%	366	0.3%	-	0.0%	268	100.0%	98	36.6%
Activo Corriente	51.199	51.2%	52.266	53.6%	66.893	57.3%	65.255	54.1%	1.067	2.1%	14.627	28.0%	1.638	-2.4%
Documentos por cobrar a largo plazo	16.317	16.3%	16.317	16.7%	16.317	14.0%	20.373	16.9%	-	0.0%	-	0.0%	4.056	24.9%
Activo Fijo neto	11.624	11.6%	11.483	11.8%	11.782	10.1%	14.360	11.9%	141	-1.2%	299	2.6%	2.578	21.9%
Inversiones	17.979	18.0%	19.996	20.5%	19.833	17.0%	20.641	17.1%	2.017	11.2%	163	-0.8%	808	4.1%
Otros activos	51	0.1%	55	0.1%	70	0.1%	68	0.1%	4	7.8%	15	27.3%	2	-2.9%
Activo No Corriente	48.772	48.8%	45.174	46.4%	49.831	42.7%	55.442	45.9%	3.598	-7.4%	4.657	10.3%	5.611	11.3%
Activo Total	99.971	100%	97.440	100%	116.724	100%	120.697	100%	2.531	-3%	19.284	20%	3.973	3.4%

Fuente: Industrias Ales
Elaborado por: María Belén López

	Dic-06	%	Dic-07	%	Dic-08	%	Dic-09	%	Variación 06-07	%	Variación 07-08	%	Variación 08-09	%
Obligaciones Bancarias y con terceros	17.246	27,6%	14.627	25,2%	12.954	17,8%	18.670	26%	- 2.619	-15,2%	- 1.673	-11,4%	5.716	44,1%
Cuentas por Pagar comerciales (proveedores)	30.173	48,2%	23.161	39,9%	22.867	31,4%	26.100	36,3%	- 7.012	-23,2%	- 294	-1,3%	3.233	14,1%
Participación de trabajadores	730	1,2%	212	0,4%	895	1,2%	1.484	2,1%	- 518	-71,0%	683	322,2%	589	65,8%
Otros gastos acumulados	2.924	4,7%	4.348	7,5%	6.362	8,7%	4.375	6,1%	1.424	48,7%	2.014	46,3%	1.987	-31,2%
Obligaciones fiduciarias	-	0,0%	-	0,0%	6.800	9,3%	4.775	6,6%	-	0,0%	6.800	100,0%	2.025	-29,8%
Porción corriente de la deuda a largo plazo	4.804	7,7%	7.946	13,7%	8.334	11,4%	6.684	9,3%	3.142	65,4%	388	4,9%	1.650	-19,8%
Pasivo Corriente	55.874	89,3%	50.437	86,9%	58.212	79,9%	62.088	86,2%	- 5.437	-9,7%	7.775	15,4%	3.876	6,7%
Obligaciones a largo plazo	3.375	5,4%	4.227	7,3%	11.167	15,3%	6.059	8,4%	852	25,2%	6.940	164,2%	5.108	-45,7%
Provisión para jubilación patronal	3.290	5,3%	3.378	5,8%	3.435	4,7%	3.846	5,3%	88	2,7%	57	1,7%	411	12,0%
Pasivo No Corriente	6.665	10,7%	7.605	13,1%	14.602	20,1%	9.905	13,8%	940	14,1%	6.997	92,0%	- 4.697	-32,2%
Pasivo Total	62.539	100%	58.042	100%	72.814	100%	71.993	100%	- 4.497	-7,2%	14.772	25,5%	- 821	-1,1%

Fuente: Industrias Ales
Elaborado por: María Belén López

Estado de Resultados (miles de dólares)
Análisis Horizontal y Vertical

Estado de Ganancias y Pérdidas	Dic-06	%	Dic-07	%	Dic-08	%	Dic-09	%	Variación 06-07	%	Variación 07-08	%	Variación 08-09	%
Ventas Netas	132.762	100,0%	153.774	100,0%	184.576	100,0%	180.781	100,0%	21.012	15,8%	30.802	20,0%	3.795	-2,1%
Costo de Ventas operacionales	116.350	87,6%	139.554	90,8%	163.415	88,5%	152.513	84,4%	23.204	19,9%	23.861	17,1%	10.902	-6,7%
Gastos Operacionales	11.082	8,3%	12.768	8,3%	13.499	7,3%	16.590	9,2%	1.686	15,2%	731	5,7%	3.091	22,9%
Resultado de Operación	5.330	4,0%	1.452	0,9%	7.662	4,2%	11.678	6,5%	3.878	72,8%	6.210	427,7%	4.016	52,4%
Otros Ingresos y Egresos	537	0,4%	1.546	1,0%	1.385	0,8%	1.094	-0,6%	1.009	187,9%	161	-10,4%	2.479	-179,0%
Gastos financieros	- 1.326	-1,0%	3.117	-2,0%	3.970	-2,2%	3.029	-1,7%	1.791	135,1%	853	27,4%	941	-23,7%
Otros Ingresos y Egresos	- 221	-0,2%	762	0,5%	28	0,0%	-	0,0%	983	-444,8%	734	-96,3%	28	-100,0%
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	3.030	2,3%	2.510	1,6%	5.262	2,9%	7.134	3,9%	520	-17,2%	2.752	109,6%	1.872	35,6%

Fuente: Industrias Ales
Elaborado por: María Belén López

INDUSTRIAS ALES C.A.
Indices Financieros
(en miles de dólares)

Anexo 4

Balance General	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Activo Corriente	51.199	52.266	66.893	65.255
Activo no corriente	48.772	45.174	49.831	55.442
Activo Total	99.971	97.440	116.724	120.697
Total Pasivo Corriente	55.874	50.437	58.212	62.088
Pasivo no corriente	6.665	7.605	14.602	9.905
Pasivo Total	62.539	58.042	72.814	71.993
Total Patrimonio	37.432	39.398	43.910	48.704
Deuda Financiera	25.422	26.800	32.455	31.413
Corto plazo	22.047	22.573	21.288	25.354
Largo plazo	3.375	4.227	11.167	6.059
Estado de Ganancias y Pérdidas				
Ventas Netas	132.762	153.774	184.576	180.781
Costo de Ventas operacionales	116.350	139.554	163.415	152.513
Gastos Operacionales	11.082	12.768	13.499	16.590
Resultado de Operación	5.330	1.452	7.662	11.678
Otros Ingresos y Egresos	537	1.546	1.385	- 1.094
Gastos financieros	- 1.326	- 3.117	- 3.970	- 3.029
Otros Ingresos y Egresos	- 221	762	28	-
Utilidad (pérdida) neta del ejercicio	3.030	2.510	5.262	7.134
Solvencia				
Pasivo corriente / Pasivo total	0,89	0,87	0,80	0,86
Pasivo no corriente/ pasivo total	0,11	0,13	0,20	0,14
deuda financiera / Pasivo total	0,41	0,46	0,45	0,44
Pasivo no corriente/ patrimonio	0,18	0,19	0,33	0,2
Deuda financiera / Patrimonio	0,68	0,68	0,74	0,64
Pasivo total / Patrimonio	1,67	1,47	1,66	1,48
Rentabilidad				
ROA (acumulado)	3,03%	2,58%	4,51%	5,91%
ROE (acumulado)	8,09%	6,37%	11,98%	14,65%
Liquidez				
Liquidez general	0,92	1,04	1,15	1,05
Prueba ácida	0,53	0,77	0,8	0,66
capital de trabajo	- 4.675	1.829	8.681	3.167

Fuente: Industrias Ales
Elaborado por: María Belén López

COSTOS INCURRIDOS EN LA TITULARIZACION DE INDUSTRIAS ALES

	Costos	2007	2008	2009	2010
Agente de Manejo					
desde la constitucion hasta la fecha de emision de valores					
Por reformas de los fideicomisos		0,50%	0,35%	0,25%	0,13%
Por liquidacion	500,00				
Agente pagador	1.250,00				
agente colocador	500,00				
bolsa de valores	1.200,00				
calificadora de riesgos		0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
inicial		0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
actualizaciones		0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
auditoria externa					
Decevale					
por emision desmaterializada	10.000,00				
	5.000,00	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
	2500	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
	0,05% flat del valor emitido	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
TOTAL COSTOS A INCURRIRSE					
Tasa a ser cancelada a los inversionistas		1,02%	0,87%	0,77%	0,64%
Total costo asumido por el Originador		8,25%	8,25%	8,25%	8,25%
		9,27%	9,12%	9,02%	8,89%
Tasa Maxima convencional		16,60%	11,83%	11,83%	9,33%

Fuente: Industrias Ales C.A.
Elaborado por: María Belén López

Anexo 6

ANALISIS DE VALORES COLOCADOS Y EMITIDOS
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS
EN MILES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA
AÑO 2006

EMISOR	VALOR COLOCADO	VALOR EMITIDO	DIFERENCIA
UNIBANCO - SEGUNDA TITULARIZACIÓN SEGUNDO TRAMO	5.000	5.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 1 FIMPROD 1	45.845	46.071	226
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION HIPOTECARIA DEL BANCO DEL PICHINCHA 1	85.019	88.075	3.056
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	3.000	3.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL " FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN CFC-UNO"	6.000	6.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL # 1 VIG1	920	1.020	100
TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS PRIMER TRAMO	18.960	20.000	1.040
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2 - FIMUPI2	39.597	49.205	9.608
TITULARIZACION DE FLUJOS - CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	76.570	80.000	3.430
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	1.590	2.500	910
TIT. DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING - RESTAURANTES DEL NORTE "RESNORTE"	1.250	1.250	0
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 3 - FIMUPI3	33.611	35.000	1.389
TOTAL	317.362	337.121	19.759

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: María Belén López

Anexo 6

ANALISIS DE VALORES COLOCADOS Y EMITIDOS
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS
EN MILES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA
AÑO 2006

EMISOR	VALOR COLOCADO	VALOR EMITIDO	DIFERENCIA
UNIBANCO - SEGUNDA TITULARIZACIÓN SEGUNDO TRAMO	5.000	5.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 1 FIMPROD 1	45.845	46.071	226
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION HIPOTECARIA DEL BANCO DEL PICHINCHA 1	85.019	88.075	3.056
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	3.000	3.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL " FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN CFC-UNO"	6.000	6.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL # 1 VIG1	920	1.020	100
TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS PRIMER TRAMO	18.960	20.000	1.040
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2 - FIMUPI2	39.597	49.205	9.608
TITULARIZACION DE FLUJOS - CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	76.570	80.000	3.430
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	1.590	2.500	910
TIT. DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING - RESTAURANTES DEL NORTE "RESNORTE"	1.250	1.250	0
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 3 - FIMUPI3	33.611	35.000	1.389
TOTAL	317.362	337.121	19.759

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: María Belén López

ANÁLISIS DE VALORES COLOCADOS Y EMITIDOS
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS
EN MILES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NOROCCIDENTE AMÉRICA
AÑO 2008

EMISOR	VALOR COLOCADO	VALOR EMITIDO	DIFERENCIA
TERCERA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS TERCER TRAMO	13.666	15.000	1.334
FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO GENERAL RUMIÑAHUI 1 BGR 1	51.480	51.480	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- TARJETA DE CREDITO DE PRATI"	5.000	5.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 4 FIMECTH 4	13.287	13.288	1
FIDEICOMISO MERCANTIL "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA CACPECO"	2.500	2.500	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS "PRIMERA TITULARIZACIÓN - PEAJES CONORTE"	544	25.000	24.456
FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	3.795	4.000	205
FIDEICOMISO MERCANTIL "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO COOPROGRESO"	818	4.000	3.182
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR"	50.000	50.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO"	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- TARJETA DE CREDITO DE PRATI" SEGUNDO TRAMO	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO DE TITULARIZACIONES DE FLUJOS INDUSTRIALES	25.200	50.000	24.800
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- FADESA"	12.000	12.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 5	64.998	64.998	0
FIDEICOMISO MERCANTIL CON FINES DE TITULARIZACIÓN - MUNICIPIO DE GUAYAQUIL - PROYECTO PAVIMENTACIÓN DE CALLES, PROG DE OBRAS POPULARES PROVISIONALES EMERGENTES	35.000	35.000	0
CUARTA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS PRIMER TRAMO	9.500	9.500	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - PESCASUR"	1.600	1.600	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO" SEGUNDO TRAMO	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA	20.000	20.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS NESTLE ECUADOR"	70.000	70.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN COMERCIAL - COMANDATO" TERCER TRAMO	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACIÓN DE CONSUMO - TERRITORIAL" TERCER TRAMO	12.475	12.500	25
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - PRONACA"	34.910	35.000	90
FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 2 FIMPROD 2	40.000	40.000	0
TOTAL	506.773	560.866	54.093

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: María Belén López

ANALISIS DE VALORES COLOCADOS Y EMITIDOS
 EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS
 EN MILES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA
 AÑO 2009

EMISOR	VALOR COLOCADO	VALOR EMITIDO	DIFERENCIA
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS PRODUCTOS DE LA FABRIL	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS AGRIIPAC"	9.500	10.000	500
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA-MACHALA	4.000	4.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - MOVISTAR"	40.000	40.000	0
TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING CCI-RESTAURANTES INSTANTANEOS REINSTANT	1.250	1.250	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" PRIMER TRAMO	12.000	12.000	0
PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - IIASA	9.990	10.000	10
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION DE FLUJOS DINERS	50.000	50.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN HOTEL COLON GUAYAQUIL - CERO UNO"	5.000	5.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DELCORP"	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO BOLIVARIANO 1	35.000	35.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 6- FIMUPI 6	40.000	40.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS INTEROC . (VTC- INTEROC)	7.130	8.000	870
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ECUAFARMACIAS I	6.000	6.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" SEGUNDO TRAMO	12.000	12.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR"	30.000	30.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS TELCONET (10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA IMPORTADORA TOMEBAMBA	15.000	15.000	0
FIDEICOMISO PRODUBANCO CARTERA AUTOMOTRIZ CERO UNO	25.800	25.800	0
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA BANCO PROMERICA	20.000	20.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE " FIDEICOMISO TITULARIZACION MOBILSOL - CERO UNO"	10.500	10.500	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS - FADESA"	12.000	12.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE PRATI - TARJETAS DE CREDITO "	15.000	15.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - EBC"	32.000	32.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO" TERCER TRAMO	12.000	12.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO TITULARIZACION CUOTA FACIL UNIBANCO - CERO UNO"	25.000	25.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACION DE FLUJOS - AZUCARERA VALDEZ"	20.000	20.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL "CUARTA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	10.000	10.000	0
SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - AMAZONAS PRIMER TRAMO	4.850	4.850	0
TOTAL	494.020	495.400	1.380

Fuente: Bolsa de Valores
 Elaborado por: María Belén López

Anexo 6 (continuación)

ANALISIS DE VALORES COLOCADOS Y EMITIDOS
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS
EN MILES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA
AÑO 2010

EMISOR	VALOR COLOCADO	VALOR EMITIDO	DIFERENCIA
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE VECONSA"	6.000	6.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE ECUAVEGETAL"	6.000	6.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACION SINDICADA DE FLUJOS FUTUROS DE CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA"	20.000	20.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "CUARTA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE CARTERA COMERCIAL COMANDATO"	12.000	12.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FLUJOS EXPALSA"	8.000	10.000	2.000
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA INMUEBLES "VOLANN" TRAMO I	2.002	2.031	29
FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO INTERNACIONAL 1 INTER1	50.000	50.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL SOLIDARIO UNO (1) FMS 1	40.000	60.000	20.000
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS INDUSTRIALES ALES"	12.000	12.000	0
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FLUJOS FUTUROS DE DE INT. FOOD SERVICES CORP	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FLUJOS FUTUROS DE DE INT. FOOD SERVICES CORP	10.000	10.000	0
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 5 FIMECTH 5	11.185	11.185	0
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE CASA TOSI"	5.830	6.000	170
SEGUNDA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - IIASA	5.500	5.500	0
TOTAL	198.517	220.716	22.199

Fuente: Bolsa de Valores
Elaborado por: María Belén López

**ANALISIS DE LA RENTABILIDAD
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACION
AÑO 2006**

EMISOR	RENTABILIDAD
	NOMINAL
UNIBANCO - SEGUNDA TITULARIZACIÓN SEGUNDO TRAMO	7,5
FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 1 FIMPROD 1	7,15
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACION HIPOTECARIA DEL BANCO DEL PICHINCHA 1	7,35
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	8,
FIDEICOMISO MERCANTIL " FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN CFC-UNO"	7,95
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA VIVIENDA GUAYAQUIL # 1 VIG1	7,81
TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS PRIMER TRAMO	8,37
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 2 - FIMUPI2	7,87
TITULARIZACION DE FLUJOS - CENTRAL HIDROELECTRICA MARCEL LANIADO DE WIND	9,13
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	8,
TIT. DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING - RESTAURANTES DEL NORTE "RESNORTE"	10,
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 3 - FIMUPI3	8,12
PROMEDIO	8,1

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: María Belén López

Anexo 7 (continuación)

ANALISIS DE LA RENTABILIDAD
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACION
AÑO 2007

EMISOR	RENTABILIDAD NOMINAL
TERCERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS SEGUNDO TRAMO	8,98
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACION DE FLUJOS - TASAS TERMINAL TERRESTRE DE GUAYAQUIL"	8,61
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA "VOLARE"	8,6
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE CARTERA HIPOTECARIA "VILLA MARINA"	8,86
PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL - AMAZONAS PRIMER TRAMO	8,9
PRIMERA TITULARIZACION CARTERA AUTOMOTRIZ GMAC ECUADOR	8,37
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 4 FIMUPI 4	7,18
FIDEICOMISO MERCANTIL PRIMERA TITULARIZACION CARTERA COMERCIAL COMANDATO	8,
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	8,54
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE SEGUNDA TITULARIZACIÓN PACIFICARD MASTERCARD FLUJOS DEL EXTERIOR	7,86
PROMEDIO	8,39

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: María Belén López

**ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN
AÑO 2008**

EMISOR	RENTABILIDAD NOMINAL
TERCERA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS TERCER TRAMO	8,98
FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO GENERAL RUMIÑAHUI 1 BGR 1	7,67
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- TARJETA DE CREDITO DE PRATI"	8,5
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 4 FIMECTH 4	7,3
FIDEICOMISO MERCANTIL "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA CACPECO"	8,4
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS "PRIMERA TITULARIZACIÓN - PEAJES CONORTE"	8,
FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE CARTER DE CONSUMO BANCO TERRITORIAL	8,42
FIDEICOMISO MERCANTIL "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE CA DE CONSUMO COOPROGRESO"	8,62
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR"	8,54
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO"	8,5
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- TARJETA DE CREDITO DE PRATI" SEGUNDO TRAMO	8,25
FIDEICOMISO DE TITULARIZACIONES DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES	11,6
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TIT DE FLUJOS- F A D E S A	8,5
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 5	6,19
FIDEICOMISO MERCANTIL CON FINES DE TITULARIZACIÓN - MUNIC DE GUAYAQUIL - PROYECTO PAVIMENTACIÓN DE CALLES, PROG DE OBRAS POPULARES PROVISIONALES EMERGENTES	8,75
CUARTA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS PRIMER TRAMO	8,98
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - PESCASUR"	9,
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO" SEGUNDO TRAMO	8,5
FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA	8,59
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULAR DE FLUJOS NESTLE ECUADOR"	8,2
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN COMERCIAL - COMANDATO" TERCER TRAMO	8,5
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACIÓN DE CONSUMO - TERRITORIAL" TERCER TRAMO	8,
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULAR DE FLUJOS - PRONACA"	7,92
FIDEICOMISO MERCANTIL PRODUBANCO 2 FIMPROD 2	6,35
PROMEDIO	8,34

Fuente: Bolsa de Valores

Elaborado por: María Belén López

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN
AÑO 2009

EMISOR	RENTABILIDAD NOMINAL
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS-PRODUCTOS DE LA FABRIL	8,47
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS AGRIPAC"	8,81
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA-MACHALA	7,5
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - MOVISTAR"	8,17
TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS DE BURGER KING CCI-RESTAURANTES INSTANTANEOS REINSTANT	10,
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" PRIMER TRAMO	9,5
PRIMERA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL - IIASA	8,39
FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DINERS	7,58
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN HOTEL COLON GUAYAQUIL - CERO UNO"	8,66
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DELCORP"	9,27
FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO BOLIVARIANO 1	6,2
FIDEICOMISO MERCANTIL MUTUALISTA PICHINCHA 6- FIMUPI 6	6,3
FIDEICOMISO MERCANTIL DE PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE VENTAS INTEROC	8,14
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ECUAFARMACIAS I	8,91
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL - COMANDATO" SEGUNDO TRAMO	9,5
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - GMAC ECUADOR"	8,75
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULO DE FLUJOS FUTUROS TELCONET	9,29
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA IMPORTADORA TOMBAMBA	8,6
FIDEICOMISO PRODUBANCO CARTERA AUTOMOTRIZ CERO UNO	7,56
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN DE CARTERA HIPOTECARIA DE VIVIENDA BANCO PROMERICA	9,28
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE " FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN MOBILSOI - CERO UNO"	9,24
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - FADESA"	8,22
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE PRATI - TARJETAS DE CREDITO "	8,33
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - EBC"	8,05
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TERCERA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO" TERCER TRAMO	9,12
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN CUOTA FACIL UNIBANCO - CERO UNO"	8,07
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - AZUCARERA VALDEZ"	8,37
FIDEICOMISO MERCANTIL "CUARTA TITULARIZACIÓN CARTERA AUTOMOTRIZ - AMAZONAS	9,22
SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL - AMAZONAS PRIMER TRAMO	9,4
PROMEDIO	8,51

Fuente: Bolsa de Valores
Elaborado por: Maria Belén López

Anexo 7 (continuación)

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD
EN LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN
AÑO 2010

EMISOR	RENTABILIDAD
	NOMINAL
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN VECONSA"	8,13
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN ECUAVEGETAL"	8,42
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN SINDICADO CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA"	8,38
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "CUARTA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL COMANDATO"	9,5
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN FLUJOS EXPALSA"	9,
FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA INMOBILIARIA "VOLANN" TRAMO I	8,52
FIDEICOMISO MERCANTIL BANCO INTERNACIONAL 1 INTER1	6,08
FIDEICOMISO MERCANTIL SOLIDARIO UNO (1) FMS 1	12,74
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS INDUSTRIALES"	8,33
FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE DE INT. FOOD SERVICES CORP	8,2
FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE DE INT. FOOD SERVICES CORP	8,2
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 5 FIMECTH 5	6,
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "PRIMERA TITULARIZACIÓN CASA TOSI"	8,04
SEGUNDA TITULARIZACIÓN CARTERA COMERCIAL - IIASA	7,25
PROMEDIO	8,34

Fuente: Bolsa de Valores
Elaborado por: María Belén López

